

# Les courtiers électroniques gagnent du terrain

Les ECN sont moins développés en Europe qu'aux Etats-Unis où ils représentent des volumes non négligeables de l'activité des marchés traditionnels. Toutefois, ils obligent les marchés traditionnels européens à accélérer leur évolution et à revoir à nouveau leurs coûts.

■ Depuis environ une quinzaine d'années, la technologie et l'électronique ont fait leur apparition sur les marchés de valeurs mobilières en provoquant dans un premier temps des contestations... En 1987, aux Etats-Unis, la mise en place d'un outil automatique d'arbitrage entre le marché traditionnel et le système de cotation automatique des petits ordres (*Small Order Execution System*) avait fait l'objet de vives critiques.

Depuis cette époque, la technologie envahit les marchés et aux Etats-Unis, c'est sous l'impulsion de la SEC que se développe dès 1997 une génération de courtiers électroniques qui se comportent comme des marchés : les ECN (*Electronic Communication Networks*) aussi appelés ATS (*alternative Trading System*) (1).

## Les ECN aux Etats-Unis : 30 % du Nasdaq

Les ECN se sont développés aux Etats-Unis depuis 1997 avec la mise en place des *orders handling rules*. Par ces règles, la SEC souhaite améliorer la transparence et la qualité des cotations sur le NASDAQ, en imposant, notamment aux teneurs de marché, un affichage de tout ordre à cours limité à l'intérieur de leur fourchette de cotation. Une telle règle a permis de diminuer en quelques semaines les spreads de cotation des teneurs de marché de l'ordre de 30 à 40 %.

Il faut, ensuite, attendre décembre 1998 pour que la SEC définisse un corps de règles plus adaptées aux ATS, en leur donnant la possibilité de se faire enregistrer soit comme *broker dealer* – à condition de respecter certaines règles spécifiques, soit comme marché organisé de valeurs mobilières. La SEC se réserve cependant le droit d'enregistrer un ATS en tant que marché en cas d'activité importante.

En échange d'une réglementation plus contraignante pour les ATS et les ECN, la SEC a assoupli les règles applicables aux marchés organisés traditionnels, notamment en ce qui concerne la structure des marchés en leur permettant de devenir des entreprises destinées à faire des profits. Une telle approche permet aux systèmes de *trading* ATS de choisir le rôle qu'ils souhaitent jouer sur le marché sans donner des avantages compétitifs à l'un ou l'autre des choix.

Aujourd'hui, neuf ECN opèrent sur les marchés des Etats-Unis : Instinet (Reuters), Island, Bloomberg Tradebook, Archipelago, REDIbook, Strike, Attain, Nextrade, Market XT et CFI Securities. En juin dernier, deux ECN ont formellement demandé à être enregistrés comme des marchés : Island et NexTrade. Après avoir hésité, Archipelago semble s'orienter vers une fusion technique au sein du Pacific Exchange.

Les volumes traités par ces ECN représentent environ 30 % de l'activité du NASDAQ (2) et 5 % de l'activité du NYSE sur les valeurs inscrites à la cote. Instinet, l'ECN le plus ancien représente à lui seul plus de 60 % du volume total traité par les ECN, soit environ 250 milliards de titres par jour !

## Définition

Un ECN est un broker – non soumis à la même réglementation que les marchés – qui assure une fonction de marché électronique. Il apparie et exécute automatiquement les ordres d'achat et de vente de sa clientèle (*subscribers*) qui comprend entre autres, des particuliers, des investisseurs institutionnels, des teneurs de marché ou d'autres *brokers dealers* (4).

Philippe Andrieu  
Direction des marchés de capitaux  
Crédit lyonnais

## Un développement plus faible des ATS en Europe

En Europe, les ATS n'ont pas connu le même développement qu'aux Etats-Unis. Cela est dû en partie à la modernisation plus poussée des marchés de valeurs mobilières qui leur a laissé peu de place.

Contrairement aux Etats-Unis, il n'y a pas de réglementation ou de statut particulier pour les ATS. Même si la distinction entre un ECN, entreprise d'investissement, et un marché organisé reste faible en matière de systèmes de gestion des ordres et de cotation, les ATS demeurent soumis à la directive des entreprises d'investissement d'une part, et aux règles qui régissent les marchés organisés d'autre part.

Certains pays (France, Grèce, Pays bas) peuvent néanmoins ajouter des conditions particulières aux entreprises d'investissements qui opèrent comme des ATS. 27 ATS sont enregistrés en Europe, dont 16 en Angleterre, 6 en Allemagne et 1 en France (MTS France) (3).

Suivant la nature des marchés avec lesquels ils entrent en compétition, les ATS cherchent à offrir des fonctionnalités que les marchés traditionnels n'offrent pas comme, par exemple, l'exécution d'ordres en dehors des heures d'ouverture des marchés centralisés.

Lorsqu'il n'existe pas de marché centralisé, le rôle d'un ATS peut devenir plus important dans la mesure où il permet une plus grande transparence et efficacité dans la formation des prix. Ceci est particulièrement vrai pour le marché des obligations. MTS est un très bon exemple du passage d'un marché de gré à gré bilatéral à un marché multilatéral opéré par un ATS. C'est

sans doute sur le marché des obligations que le développement des ATS sera très important en Europe dans les années qui viennent.

### Impact des ECN sur l'organisation des marchés américains...

Les marchés de valeurs mobilières sont habitués aux changements et aux évolutions, mais depuis la création des ECN et l'entrée en vigueur des *order handling rules* aux Etats-Unis, ils n'ont jamais fait face à des changements aussi rapides et aussi profonds, signes d'une véritable révolution.

Le coût d'exécution sur les valeurs du Nasdaq n'a jamais été aussi bas. La rapidité d'exécution des ordres et la transparence sur le marché se sont sensiblement améliorées.

Pourtant, la multiplication des ECN qui reposent chacun sur la constitution d'un carnet centralisé d'ordres conduit à une relative fragmentation de la liquidité qui peut faire obstacle à la meilleure exécution d'un ordre sur le marché. Conscients de cette difficulté, certains ECN offrent des possibilités de connexions vers... d'autres ECN. La SEC a entrepris de résoudre ce problème, en lançant l'idée d'un *«consolidated order book»* qui ne semble pas faire l'unanimité.

Face à la pression exercée par les ECN, les marchés organisés traditionnels américains, le NYSE et le NASDAQ, se sont organisés pour répondre aux critiques qui leur étaient faites en réorganisant leurs activités et en améliorant sensiblement leurs systèmes informatiques comme leurs capacités de connexion. Ces marchés ont redécouvert leurs clients. Les investisseurs institutionnels comme les investisseurs particuliers sont désormais au centre du dispositif et l'objet de toutes les attentions...

Malgré les avantages encore offerts : anonymat, qualité des exécutions, coût d'exécution..., les ECN vont devoir se transformer pour faire face aux réactions des marchés organisés.

Cette tendance est déjà sensible au sein des ECN américains. Archipelago, par exemple, s'organise comme un marché organisé tandis qu'Instinet est plus organisé comme un broker. Nex-Trade offre l'appariement des transactions sur les marchés étrangers à tra-

vers MatchbookFX.com, et Tradebook a choisi de s'allier avec un broker, G-Trade, pour offrir en dehors des marchés américains, des exécutions sur plus de 50 marchés actions dans le monde à partir d'écrans Bloomberg. Les marchés organisés, en Europe ou en Asie sont alors utilisés comme plates-formes d'exécution d'ordres. La pression sur la qualité d'exécution et sur les prix s'accroît.

*«Instinet, l'ECN le plus ancien aux États-Unis, représente plus de 60 % du volume total traité par les ECN, soit environ 250 milliards de titres par jour.»*

En Europe, les marchés traditionnels ont beaucoup moins souffert de la concurrence des ECN qui n'ont pas servi d'aiguillon pour les marchés déjà installés et organisés. Cela s'explique en grande partie par la modernisation de nombreux marchés réglementés européens entre 1980 et 1990. Les choix des types de marchés, l'automatisation des systèmes de cotation, la rapidité d'exécution et le coût des transactions ont permis de contenir la concurrence des ECN.

### ... et européens

Plusieurs facteurs risquent de perturber cet équilibre fragile et de modifier sensiblement le rôle de chaque acteur.

- Avec l'arrivée de systèmes électroniques et d'internet, l'exécution d'un ordre devient bon marché. L'investisseur est en ligne directe avec le marché, il n'y a plus de rupture.

Dans ces conditions, les ECN qui collectent des flux d'ordres à partir d'écrans disséminés dans le monde, vont accentuer la pression sur les coûts d'exécution en contrepartie des marchés organisés traditionnels qui leur procurent liquidité et rapidité d'exécution. La concurrence géographique entre les marchés traditionnels va s'accroître, chacun se comparant aux meilleurs standards.

La transformation des ECN est aussi en cours : au-delà de l'exécution d'ordres sur un carnet d'ordre interne ou sur un

marché réglementé, quelques ECN se spécialisent dans le traitement d'ordres à destination d'investisseurs institutionnels, en offrant par exemple leur capacité d'intervention sur tous les marchés mondiaux à partir d'un même écran, d'une même interface. Sur certains marchés, en fonction de la réglementation, ces brokers électroniques ont développé des systèmes de gestion automatisée des gros ordres, d'arbitrages automatiques, d'exécution 24 heures sur 24...

La concurrence entre les ECN et les marchés traditionnels évolue : de géographique, elle devient mondiale et globale. Dans cette course de vitesse, dix bourses mondiales (Nyse, Euronext, Tokyo...), ont répondu par un projet de création d'un *«global equity market»* qui vise à négocier 24 heures sur 24 leurs principales valeurs.

- Au-delà de l'exécution, la qualité des systèmes de compensation et de règlement-livraison va devenir primordiale. La pression sera sans doute plus forte que sur les systèmes d'exécution des ordres pour mettre en place, au moins en Europe, un système unique de *clearing* et de conservation des titres, et en améliorer les délais de règlement-livraison. A plus long terme, pour automatiser la totalité de la chaîne de traitement, les ECN et autres *brokers* électroniques vont imposer la mise en place de systèmes de règlement-livraison en temps réel.

- Enfin, la réglementation européenne va jouer un rôle important pour orienter ces différentes réformes et permettre, à l'instar de ce qui s'est passé aux Etats-Unis, la remise en cause des règles qui limitent la compétition et induisent des coûts artificiels. ●

(1) On peut employer indifféremment ces deux termes, ATS ayant un sens plus large qu'ECN. Pour ces raisons la réglementation américaine comme les travaux en cours en Europe évoquent plutôt les ATS.

(2) Compte tenu du statut particulier des ECN qui sont enregistrés et réglementés par la NASD, toutes leurs transactions sont intégrées aux volumes du NASDAQ.

(3) Le cas de MTS France est intéressant : il s'agit en effet de marché électronique de la dette de l'Etat français, créé à l'initiative du Trésor et des spécialistes en valeur du Trésor.

(4) Cette définition est sans doute un peu large dans la mesure où elle comprend aussi le mécanisme de *crossing* qui consiste à appairer et exécuter un achat et une vente sur la base d'un cours déterminé ailleurs, sur un marché organisé par exemple. Il n'est, en outre, pas tenu compte dans cette définition de la manière avec laquelle les prix sont formés : en bilatéral ou en multilatéral.