

IMPACT DU PROCESSUS DE NEGOCIATION SUR L'OFFRE DE LIQUIDITE

[TRADING PROCESS IMPACT ON LIQUIDITY OFFER]

Kaltoum LAJFARI

UFR MONNAIE FINANCE BANQUE,
CENTRE D'ETUDES DOCTORALES,
UNIVERSITE MOHAMED V AGDAL RABAT,
FACULTE DES SCIENCES JURIDIQUES ECONOMIQUES ET SOCIALES,
RABAT, MAROC

Copyright © 2015 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the *Creative Commons Attribution License*, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: Being an essential quality of the financial markets, market liquidity represent a big concern for both, financial authorities and investors. Liquidity offer depends on several parameters including the mode of organization of exchanges. The structure of the Exchange influence directly competition between investors and the quality of the information available to them. Thus, liquidity offer strategies differ from a order driven market of a quote driven market. Therefore, competition between liquidity providers depends on their liquidity offer strategy and differ in both markets.

KEYWORDS: market liquidity, liquidity offer, order driven market, quote driven market, competition, information.

RESUME: Représentant une qualité essentielle des marchés financiers, la liquidité de marché est au cœur des préoccupations aussi bien des autorités financières que celles des investisseurs. En effet, l'offre de liquidité est fonction de plusieurs paramètres dont le mode d'organisation des échanges. La structure de l'échange influence directement la concurrence entre les investisseurs et la qualité de l'information dont ils disposent. Ainsi, la stratégie d'offre de liquidité diffère d'un marché dirigé par les ordres d'un marché dirigé par les prix. Par conséquent, la nature de la concurrence entre offreurs de liquidité étant fonction de leur stratégie d'offre de liquidité, diffèrent sur les deux marchés.

MOTS-CLEFS: liquidité de marché, offre de liquidité, marché dirigé par les ordres, marché dirigé par les prix, concurrence, information.

1 INTRODUCTION

Les règles d'échange, la nature des stratégies d'offre de liquidité des intermédiaires financiers, et la qualité de l'information dont ils disposent dépendent de l'infrastructure institutionnelle d'un marché.

La comparaison des marchés dirigés par les ordres et des marchés dirigés par les prix par rapport à l'offre de liquidité sur chaque structure, doit passer par la confrontation de deux familles de critères, à savoir : l'analyse du rôle des intermédiaires de marché sur les deux systèmes et La qualité de l'information.

A la différence du marché dirigé par les prix où les transactions transitent par un teneur de marché (market maker), sur un marché dirigé par les ordres, les acheteurs finaux procurent de la liquidité aux vendeurs finaux par l'intermédiaire de courtiers. Le rôle des intermédiaires sur un marché d'agence est limité à la simple confrontation des ordres d'achat et/ou de vente de leurs clients. Ainsi l'intermédiation sur un marché dirigé par les ordres se limite à mettre en relation les acheteurs et

les vendeurs. En effet, les ordres d'achat et de vente sont stockés (dans un carnet d'ordres) en attente de leur exécution éventuelle.

La priorité de prix et la priorité temporelle (premier entré premier sorti) combinées aux économies d'échelles qu'il offre, contribuent à la concurrence entre donneurs d'ordres à cours limité, et à la réduction des coûts de transactions, permettant ainsi une amélioration de la liquidité de marché.

Par ailleurs, sur un marché dirigé par les prix, les investisseurs doivent obligatoirement passer par un teneur de marché (market maker) pour passer leurs ordres. La fourniture de liquidité sur un marché dirigé par les prix est assurée par le teneur de marché. En effet, il se porte contrepartie de tous les ordres (achat/vente) en proposant des prix d'achat et de vente pour une quantité minimale.

Les aspects institutionnels de chaque structure d'échange impactent directement le processus de négociation, et influencent plus particulièrement la concurrence entre investisseurs, ou la qualité de l'information dont ils disposent. Ainsi, la stratégie d'offre de liquidité diffère d'un marché dirigé par les prix d'un marché dirigé par les ordres. Par conséquent, la nature de la concurrence entre offreurs de liquidité étant fonction de leur stratégie d'offre de liquidité, diffèrent sur les deux marchés.

De plus, la structure du marché détermine la qualité de l'information dont disposent les offreurs de liquidité sur l'offre et la demande de liquidité, impactant directement le degré de transparence sur ces structures. Dans ce sens, une meilleure transparence permet aux offreurs de liquidité de mieux distinguer les investisseurs informés de ceux non informés leur permettant de mieux gérer leur risque d'anti sélection ce qui implique l'amélioration de l'offre de liquidité.

2 MODE D'ORGANISATION ET IMPACT SUR L'OFFRE DE LIQUIDITE

2.1 ROLE DES COURTIER ET DES TENEURS DE MARCHE ET IMPACT SUR L'OFFRE DE LIQUIDITE

La logique de cotation sur un marché dirigé par les ordres ou marché d'agence repose sur la centralisation à tout instants des ordres d'achat et de vente des investisseurs au niveau d'un carnet d'ordres.

En effet, à la différence du marché dirigé par les prix où les transactions transitent par un teneur de marché (market maker), sur un marché dirigé par les ordres, les acheteurs finaux procurent de la liquidité aux vendeurs finaux par l'intermédiaire de courtiers. Le rôle des intermédiaires sur un marché d'agence se limite à la confrontation des ordres d'achat et/ou de vente de leurs clients. Ainsi l'intermédiation sur un marché dirigé par les ordres se limite à mettre en relation les acheteurs et les vendeurs.

Sur un marché dirigé par les ordres, pour chaque titre, deux limites de prix existent et la transaction a lieu chaque fois qu'un ordre rencontre une contrepartie à une limite de prix compatible. On distingue ainsi:

- la limite inférieure: il s'agit de la meilleure offre d'achat émanant d'un investisseur qui propose le cours le plus élevé pour l'acquisition du titre.
- la limite supérieure: il s'agit de la meilleure offre de vente émanant d'un investisseur qui propose le prix de vente le plus bas pour la cession du titre.

Sur un marché dirigé par les ordres, les prix de transaction des actifs sont déterminés par les ordres (d'achat et de vente) introduits sur le marché par les investisseurs suite à la confrontation des ordres d'achat et de vente. Le cours du marché est annoncé en précisant le cours demandé à l'achat et le cours offert à la vente. Les ordres au mieux sont alors exécutés au prix du marché.

Dans la plupart du temps, les marchés dirigés par les ordres sont des marchés centralisés tant au niveau de l'arrivée des ordres que la publication des transactions. Dans un marché dirigé par les ordres avec carnet d'ordre centralisé, le prix d'échange résulte de la confrontation des offres d'achat et de vente des investisseurs.

La priorité de prix et la priorité temporelle (premier entré premier sorti) constitue les règles principales applicables sur le marché dirigé par les ordres. Ces règles contribuent à la concurrence entre donneurs d'ordres à cours limité, et par la même occasion provoque une réduction de la fourchette des prix, contribuant ainsi positivement à la liquidité de marché.

Sur un marché d'agence, les ordres d'achat et de vente sont stockés dans un carnet d'ordres en attente de leur exécution éventuelle. Ainsi, les investisseurs qui souhaitent échanger ont la possibilité de placer directement leurs ordres dans le carnet d'ordres en recourant au service de courtiers. Ils peuvent être exécutés contre d'autres ordres déjà en carnet ou bien être

enregistrés dans l'attente d'une éventuelle exécution. L'exécution des ordres à cours limité dépend de l'existence d'un ordre de sens contraire assorti d'un prix identique ou meilleur.

Le courtier doit donc se tenir informé pour servir au mieux les intérêts de ses clients. Outre le service d'intermédiation, le courtier peut garantir l'immédiateté des échanges grâce à la réduction du coût de la recherche de la meilleure contrepartie à la demande d'un investisseur final. En contrepartie de son service d'intermédiation, le courtier sur un marché dirigé par les ordres perçoit des commissions de courtage. Pour l'investisseur, le coût de paiement de commission de courtage reste inférieur au coût de recherche d'information. Un système dirigé par les ordres offre ainsi des économies d'échelle permettant de réduire globalement le coût de transaction et des coûts de l'information, permettant ainsi l'amélioration de la liquidité. L'intermédiation sur un marché dirigé par les ordres contribue à l'amélioration de l'intégrité du marché puisqu'il permet à la fois la rencontre d'investisseurs dont les intérêts sont compatibles sur le titre échangé ainsi qu'un traitement égalitaire des ordres quel que soit leur volume.

L'offre de liquidité est assurée par les ordres à cours limité, alors que la demande de liquidité provient des ordres au marché. Sur un marché dirigé par les ordres continu, les ordres à cours limité doivent être rémunérés pour fournir de la liquidité. Dépendant des ordres soumis par les participants sur le marché, la formation de la liquidité sur un marché dirigé par les ordres revêt un caractère endogène. Par conséquent, il existe un risque de rupture de liquidité immédiate en cas de crise. Ainsi, en l'absence d'offres de liquidité attirés (tels que les market makers sur les marchés dirigés par les prix), la viabilité d'un marché dirigé par les ordres repose entièrement sur la capacité du carnet d'ordres à attirer des offres de liquidité.

Un marché dirigé par les prix diffère d'un marché dirigé par les ordres par de nombreux aspects institutionnels. A la différence d'un marché dirigé par les ordres, sur un marché dirigé par les prix, seuls les teneurs de marché peuvent se porter contrepartie d'un ordre. En contrepartie de ce droit, ils sont tenus d'assurer l'offre de liquidité en proposant des cotations à l'achat et à la vente en toutes circonstances. Les teneurs de marché affichent des cotations qui sont valables pour une certaine quantité (quotité) définie pour chaque titre.

Ainsi, sur un marché dirigé par les prix, les investisseurs doivent obligatoirement passer par un teneur de marché (market maker) pour passer leurs ordres. La fourniture de liquidité sur un marché dirigé par les prix est du ressort du teneur de marché. En effet, il se porte contrepartie de tous les ordres (achat/vente) en proposant des prix d'achat et de vente pour une quantité minimale.

Disposant d'un stock de titres, il tâche entre autres, à absorber les déséquilibres temporaires entre offres et demandes de titres en recourant à des achats ou des ventes sur son propre stock. Les teneurs de marché ont l'obligation de réguler les flux d'ordres en s'appuyant sur les stocks d'actifs dont ils disposent (à la différence d'un système dirigé par les ordres où des déséquilibres entre l'offre et la demande peuvent se produire).

La fonction classique d'un teneur de marché est d'assurer l'immédiateté des échanges. Il engage en effet, sa position individuelle pour l'animation des marchés de titres. Ainsi, le service de fourniture de liquidité par le teneur de marché, s'apparente beaucoup plus à une fourniture d'immédiateté d'où la nécessité d'une gestion active de son stock de titres. Ainsi sur un marché dirigé par les prix, un investisseur bénéficie de l'assurance d'être exécuté dans les plus brefs délais sans risque de subir une variation de prix.

Chaque teneur de marché affiche en continu une fourchette de prix (achat/vente) et une double quantité représentant ses limites d'engagement. La fourchette comprend le prix auquel il est prêt immédiatement à acheter (bid price) et celui auquel il est prêt à vendre (ask price). Théoriquement, la fourchette est considérée comme la rémunération principale du teneur de marché. En effet, en contrepartie de la fourniture de liquidité immédiate (service d'immédiateté), le teneur de marché touche une rémunération. En cas d'achat, le prix est majoré, et en cas de vente, ce dernier est minoré.

Suite à la concurrence entre les différents teneurs de marché sur un système dirigé par les prix, une réduction de la fourchette (spread) pourrait en résulter, et donc une amélioration de la liquidité de marché.

Toutefois, en raison des liens qui se tissent entre les teneurs de marché et leurs clients, la concurrence entre les teneurs de marché n'est pas vraiment vérifiée dans la pratique.

Le risque auquel est soumis le teneur de marché est non diversifiable, le coût du stock de titre du teneur de marché se retrouve par conséquent important. Dans ce sens, la notion de portefeuille optimal a été introduite par quelques modèles. Celle-ci est fonction de l'aversion au risque du teneur de marché. Le teneur de marché, soucieux d'optimiser son portefeuille titres, modifie ses prix afin de se rapprocher le plus possible de ce portefeuille optimal.

2.2 ETUDE COMPARATIVE DES MARCHES DIRIGES PAR LES ORDRES ET DES MARCHES DIRIGES PAR LES PRIX

La structure du marché détermine la qualité de l'information dont disposent les offreurs de liquidité sur l'offre et la demande de liquidité. En effet, lorsque les participants à l'échange possèdent des informations différentes sur la valeur future d'un titre, les prix de transaction ou les quantités offertes ou demandées de ce titre révèlent tout ou partie de l'information de chaque agent, ce qui impactent directement les échanges, et la liquidité de marché.

Madhavan (1992)¹, s'est intéressés à l'analyse des avantages comparatifs dans un marché dirigé par les prix et un marché dirigé par les ordres. Son travail s'inscrit dans l'analyse de la transparence pré-transactionnelle. Madhavan effectue une comparaison entre marché dirigé par les prix et marché dirigé par les ordres en termes d'efficience et de coûts d'information, en information asymétrique. Madhavan (1992) modélise ainsi la concurrence entre offreurs de liquidité sur un marché dirigé par les ordres. Il procède à la comparaison d'un marché dirigé par les ordres et un marché dirigé par les prix en recourant à un modèle à anticipations rationnelles.

Il développe un modèle dans lequel interviennent deux types d'agents : d'une part, les intermédiaires de bourse représentant les offreurs de liquidité, et d'autre part, des investisseurs informés demandeurs de liquidité suite à la réception d'un signal sur la valeur future de l'actif.

Représentant la stratégie des offreurs de liquidité, la fonction d'offre de liquidité combine les prix et les quantités y correspondant, telle que la quantité demandée à chaque niveau de prix est la quantité optimale désirée conditionnée par le fait que ce prix soit le prix d'équilibre.

L'auteur procède à la comparaison des deux systèmes de marché dont la différenciation réside dans la mesure dans laquelle les prix sont connus des agents demandeurs de liquidité avant qu'ils ne placent leurs ordres.

Dans un système dirigé par les prix, les flux d'ordres émanant des agents informés suit la cotation des prix par les teneurs de marché. Dans un système dirigé par les ordres, en revanche, les ordres des agents informés et non informés sont placés sans connaissance du prix d'équilibre.

Après avoir observé les cotations des offreurs de liquidité sur un marché dirigé par les prix (teneurs de marché), le demandeur de liquidité détermine la quantité qu'il souhaite échanger. L'équilibre est alors une combinaison de prix et de quantité auquel l'investisseur est prêt à effectuer la transaction. Dans un système d'enchère (marché dirigé par les ordres) par contre, les demandeurs de liquidité soumettent leurs ordres sans connaître le prix d'équilibre.

Comme son nom l'indique et parce que les agents ne peuvent pas observer les prix côtés, le système d'enchère périodique ne permet pas une exécution immédiate des ordres, et implique des coûts de recherche d'information plus élevés.

Il arrive au résultat selon lequel le marché dirigé par les ordres avec fixing périodique présente une supériorité par rapport aux autres structures d'échange. Pour lui, ceci trouve son explication dans la viabilité du marché dirigé par les ordres avec fixing périodique quel que soit le niveau d'asymétrie d'information sur les titres négociés.

Le marché dirigé par les ordres représente un degré supérieur de sensibilité au problème d'asymétrie d'information comparativement au marché dirigé par les prix. En effet en raison de la multitude d'agents impliqués dans l'échange, l'équilibre est déterminé par l'intervention de tous les agents. Dépendant des comportements stratégiques des investisseurs intervenant sur un marché dirigé par les ordres, l'équilibre est déterminé simultanément par ces différents agents. Le comportement stratégique des investisseurs influence l'évolution des prix ce qui affecte l'efficacité du marché. La soumission des ordres par les investisseurs sur un marché dirigé par les ordres avec fixing vient à la suite de l'observation d'une estimation (bruitée) combinée de l'information agrégée et de signaux publics et privés. L'efficience des prix se retrouve ainsi conditionnée par le nombre des agents intervenants sur le marché.

Sur un marché dirigé par les prix, si l'asymétrie d'information empêche les teneurs de marché de réaliser un profit, ces derniers seront amenés à arrêter leurs cotations.

La principale conclusion à laquelle Madhavan aboutit est que le fixing est plus « robuste » que les deux systèmes continus. En effet, si l'asymétrie d'information est trop forte, ces derniers ne peuvent pas aboutir à un équilibre. En revanche,

¹ Madhavan A., « Trading mechanisms in securities markets », *Journal of Finance*, vol 47, N°2, 607-641, 1992.

c'est aux dépens de la continuité et de la transparence que cette robustesse est acquise. Ainsi, pour Madhavan, la séquence des échanges (qui constitue l'une des principales différences entre marché dirigé par les ordres et marché dirigé par les prix) entraîne une différence dans l'information² fournie aux participants.

Madhavan aboutit à une efficacité informationnelle forte, toutefois les agents sont amenés à payer un double coût. Un coût d'attente de l'exécution de leurs ordres, et un coût d'information en raison de la collecte d'information.

Madhavan montre que le marché dirigé par les prix présente une certaine robustesse à l'anti sélection que le carnet d'ordres, dans lequel les prix ne sont pas efficaces et sont plus volatiles.

Rock (1990)³ et Glosten (1994)⁴ démontre que dans le cas d'incertitude au niveau de la demande, le risque d'anti sélection pour un offreur de liquidité est plus important dans un marché dirigé par les ordres que sur un marché dirigé par les prix. Cela trouve son explication dans la nature discriminante des enchères sur un marché dirigé par les ordres, à la différence de l'enchère uniforme sur un marché dirigé par les prix. En période de forte volatilité, on peut assister à une rupture de l'offre de liquidité sur un carnet d'ordres. Cela trouve son explication dans l'importance du risque d'anti sélection auquel sont exposés les offreurs de liquidité et l'absence de toute mesure obligeant ceux-ci à afficher leurs prix. Par contre Glosten (1994), montre qu'un carnet d'ordres est robuste à des environnements d'anti sélection extrême.

3 IMPACT DU MODE DE NEGOCIATION SUR LA QUALITE DE L'INFORMATION ET SUR LA CONCURRENCE ENTRE OFFREURS DE LIQUIDITE

3.1 DEGRE DE TRANSPARENCE ET IMPACT SUR LA LIQUIDITE DE MARCHE

La diffusion de l'information peut précéder ou suivre la transaction. une meilleure transparence permet aux offreurs de liquidité de mieux distinguer les investisseurs informés de ceux non informés leur permettant de mieux gérer leur risque d'anti sélection ce qui implique l'amélioration de l'offre de liquidité.

La transparence du marché est tributaire de la chronologie de l'offre et de la demande de liquidité sur le marché. On distingue ainsi la transparence ex ante et la transparente ex post.

Si la transparence ex post concerne la qualité de l'information diffusée relative aux transactions passées via la publication des échanges, la transparence ex ante concerne, quant à elle, l'information portant sur les fonctions d'offre et de demande des investissements.

L'offre de liquidité sur un marché dirigé par les ordres est assurée par les ordres à cours limité qui s'accumulent dans le carnet d'ordres dans l'attente d'être appariés. C'est pour cela que la demande de liquidité suit ou bien est simultanée à l'offre de liquidité. Sur un marché dirigé par les ordres, la transparence ex ante est attaché au niveau de révélation des informations concernant l'offre de liquidité c'est-à-dire sur l'ouverture du carnet d'ordre et le degré de détail fourni. Sur un marché dirigé par les ordres, les offreurs de liquidité courent plusieurs risques en raison du peu de transparence qui caractérise la demande de liquidité.

Le coût de la demande de liquidité peut être directement impacté par une meilleure visibilité sur l'offre de liquidité sur les marchés dirigés par les ordres. La nature de la concurrence peut être influencée directement par la transparence sur les prix.

Dans le cadre du degré de transparence ex-ante, un investisseur sur un marché dirigé par les prix peut se renseigner auprès du teneur de marché afin de s'informer par rapport au prix d'un actif pour un volume donné. Ainsi après qu'il soit informé de la quantité demandée, le teneur de marché peut proposer une cotation. Ainsi pour les transactions dont la taille dépasse la quotité du teneur de marché, la demande de liquidité précède l'offre de liquidité.

L'offre de liquidité sur un marché dirigé par les ordres précède la demande de liquidité. Par conséquent, l'offre de liquidité ne peut identifier à l'avance le demandeur de liquidité. Les offreurs de liquidité ne peuvent pas filtrer la demande non informée de la demande informée avant l'exécution des ordres. L'offre de liquidité sur les marchés dirigés par les ordres

² L'information porte sur le prix auquel est exécuté l'ordre d'un demandeur de liquidité.

³ Rock k., « The specialist's order book and price anomaly », working paper, 1990.

⁴ Glosten L.R., « Is the electronic open limit order book inevitable » journal of Finance N°4, 1994.

est par conséquent, caractérisée aussi bien par l'anonymat que par le non anonymat. En revanche, la nature de la relation entre un offreur de liquidité sur un marché dirigé par les prix et un demandeur de liquidité diffère. Celle-ci est le plus souvent non anonyme et de long terme.

En se basant sur la différence de l'information sur la demande dont disposent les offreurs de liquidité avant de proposer leurs cotations, Pagano et Roël (1996)⁵ procède à la comparaison des coûts de transactions sur un marché dirigé par les ordres et un marché dirigé par les prix en présence d'asymétrie d'information.

Selon les auteurs en raison de la centralisation des ordres sur un marché dirigé par les ordres au niveau du carnet d'ordres, la transparence ex post sur ce marché se trouverait améliorée. Cela permettrait aux courtiers une meilleure visibilité sur les courbes de demande des investisseurs. Par contre, les offreurs de liquidité sur les marchés dirigés par les prix ne peuvent observer qu'une fraction du flux d'ordres en raison de la fragmentation des ordres qui le caractérise.

3.2 IMPACT DU MODE D'ORGANISATION DES MARCHES SUR LA NATURE DE LA CONCURRENCE ENTRE OFFREURS DE LIQUIDITE

Les aspects institutionnels de chaque structure d'échange impactent directement le processus de négociation, et influencent plus particulièrement la concurrence entre investisseurs, ou la qualité de l'information dont ils disposent.

Ainsi, les règles d'échange, la qualité de l'information, et la nature des stratégies d'offre de liquidité des intermédiaires financiers dépendent de l'infrastructure institutionnelle d'un marché.

Sur un marché dirigé par les prix, les transactions transitent par un teneur de marché qui propose la meilleure cotation (le prix de vente le plus faible ou le prix d'achat le plus élevé). Dans ce cadre, les échanges sont régis par une enchère uniforme, en d'autres termes, à l'équilibre, le flux d'ordres est exécuté à prix unique par un seul teneur de marché. Dans une enchère à prix uniforme, les agents soumettent de façon stratégique leur fonction de demande pour un bien divisible et le prix d'équilibre est déterminé de manière à égaliser l'offre à la demande. Tous les agents paient alors le même prix.

A la différence d'une enchère uniforme, dans une enchère à prix discriminant, les agents paient le prix complet à leur propre demande. En effet, sur un marché dirigé par les ordres, opérant en continu, l'équilibre est atteint par une enchère discriminante. L'offre de liquidité sur un marché dirigé par les ordres est assurée par les ordres à cours limité qui se positionnent dans le carnet d'ordres selon certaines règles de priorité. L'ordre au marché, à la différence d'un ordre à court limité, n'est pas nécessairement exécuté à un prix unique mais à prix multiple.

La nature de l'enchère (uniforme ou discriminante) influence à la fois les risques supportés par les offreurs de liquidité et la nature de leur concurrence.

Sur un marché dirigé par les prix, les offreurs de liquidité doivent proposer un prix, alors que sur un marché dirigé par les ordres, ceux-ci doivent proposer une quantité pour chaque niveau de prix.

Ainsi, la stratégie d'offre de liquidité diffère d'un marché dirigé par les prix d'un marché dirigé par les ordres. Par conséquent, la nature de la concurrence entre offreurs de liquidité étant fonction de leur stratégie d'offre de liquidité, différent sur les deux marchés.

Sur un marché dirigé par les prix, les teneurs de marché sont en concurrence pour un flux d'ordres de taille donnée exécuté par un seul teneur de marché. La cotation que les teneurs de marché proposent dépend de la quantité souhaitée par les investisseurs. Pour attirer les flux d'ordres, les teneurs de marché se livrent à une concurrence par les prix⁶.

Sur un marché dirigé par les ordres, l'offre de liquidité est assurée par les ordres à court limité. Un ordre à cours limité est caractérisé à la fois par une quantité et un prix limite. Ainsi, sur ce marché, la concurrence entre offreurs de liquidité s'apparente à une concurrence par les quantités.

Viswanathan et Wang (2002)⁷ analysent le comportement de teneurs de marché faisant preuve d'aversion au risque, en concurrence pour le flux d'ordres sur un marché dirigé par les prix et sur un marché dirigé par les ordres. Dans leur modèle,

⁵ Pagano M. et Roel A., « *Transparency And Liquidity : A Comparison Of Auction And Dealer Markets With Informed Trading* », *Journal Of Finance*, 1996.

⁶ Madhavan (1992) traite de la concurrence entre teneurs de marché neutres au risque sur un marché dirigé par les prix.

le marché dirigé par les prix est présenté comme une enchère uniforme et le marché dirigé par les ordres comme une enchère discriminante. Ils procèdent à une comparaison des coûts de transaction ex ante entre un marché dirigé par les ordres et un marché dirigé par les prix en fonction de la taille des transactions. Ainsi pour des investisseurs neutres au risque, il est préférable d'échanger dans un carnet d'ordre quel que soit le besoin de liquidité. En revanche, cette conclusion n'a plus lieu d'être en cas d'aversion au risque.

Les marchés dirigés par les ordres diffèrent des marchés dirigés par les prix par plusieurs aspects institutionnels, cela impacte directement l'offre de liquidité et le type de concurrence que se livrent les intermédiaires de marché sur chaque structure.

4 CONCLUSION

La performance d'un marché renvoie à sa liquidité et à son efficacité dans le sens de la vitesse d'incorporation de l'information dans les prix. Les règles d'échange, la nature des stratégies d'offre de liquidité des intermédiaires de marché, et la qualité de l'information dont ils disposent dépendent de l'infrastructure institutionnelle d'un marché.

Ainsi, la stratégie d'offre de liquidité diffère d'un marché dirigé par les prix d'un marché dirigé par les ordres. Par conséquent, la nature de la concurrence entre offreurs de liquidité étant fonction de leur stratégie d'offre de liquidité, diffèrent sur les deux marchés.

L'offre de liquidité sur un marché dirigé par les ordres précède la demande de liquidité. Par conséquent, l'offre de liquidité ne peut identifier à l'avance le demandeur de liquidité. Les offreurs de liquidité ne peuvent pas filtrer la demande non informée de la demande informée avant l'exécution des ordres. En revanche, la nature de la relation entre un offreur de liquidité sur un marché dirigé par les prix et un demandeur de liquidité diffère. Celle-ci est le plus souvent non anonyme et de long terme.

Les marchés dirigés par les prix présentent une certaine supériorité par rapport à la transparence ex ante, alors que les marchés dirigés par les ordres présentent une certaine supériorité quant à la transparence ex post.

Par ailleurs, sur les marchés dirigés par les ordres, l'offre de liquidité est assurée par les ordres à cours limité, alors que la demande de liquidité provient des ordres au marché. Sur un marché dirigé par les ordres continu, les ordres à cours limité doivent être rémunérés pour fournir de la liquidité, en raison des multiples risques qu'un placement d'ordres à cours limité court.

⁷ Viswanathan, S. et Wang, J., « Market architecture: limit-order books versus dealership markets », *Journal of Financial Markets*, Vol. 5, pages 127–67, 2002.

REFERENCES

- [1] Anaud A., « Information and the intermediary: Are market intermediaries informed traders in electronic markets? », Whitman School of Management, Syracuse University, 2004.
- [2] Biais B., Hillion P. et Spatt C, «An empirical analysis of the limit order book and the order flow in the Paris bourse», the Journal of Finance, Vol 50, N°5, 1995.
- [3] Glosten L.R., « Is the electronic open limit order book inevitable » journal of Finance N°4, 1994.
- [4] Gouriéroux C et Le Fol G., « Effet des modes de négociation sur les échanges», Revue économique. Vol 49, N°3, 1998.
- [5] Handa P et Schwartz R., «Limit order trading», Journal of Finance, Vol 51, N°5, 1996.
- [6] Harris L et Hasbrouck J., « Market vs. Limit Orders: the superDOT evidence on order submission strategy», Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996.
- [7] Madhavan A., « Trading mechanisms in securities markets », Journal of Finance, vol 47, N°2, 607-641, 1992.
- [8] Moinas S., « Le carnet d'ordres: une revue de littérature », Toulouse School of Economics (Université Toulouse 1-IAE), 2007.
- [9] Pagano M. et Roel A., « Transparency And Liquidity: A Comparison Of Auction And Dealer Markets With Informed Trading », Journal Of Finance, 1996.
- [10] Parlour C. et Seppi D, « Models and Properties of Financial Limit Order Books », Handbook of Financial Intermediation & Banking, 2008.
- [11] Rock k., « The specialist's order book and price anomalie », working paper, 1990.
- [12] Viswanathan, S. et Wang, J., « Market architecture: limit-order books versus dealership markets », Journal of Financial Markets, Vol. 5, pages 127–67, 2002.