

# DSI : conséquences pratiques

**La nouvelle DSI pose le principe d'une ouverture de la concurrence entre différentes infrastructures de marché. L'une des conséquences de cette réforme devrait être une séparation accrue de l'intermédiation *retail* et institutionnels.**

■ Pour comprendre le sens général de la réforme de la Directive sur les Services d'Investissement et les Marchés réglementés proposée par la Commission européenne, et décrypter le détail des articles du projet, on s'autorisera à interpréter l'« idéal de marché » choisi par la Commission qui nous semble sous-tendu par le projet.

Le sens général de la réforme est d'aboutir à un marché intégré reposant sur des infrastructures et des techniques de négociation concurrentielles arbitrées par les intermédiaires professionnels. L'une des principales avancées du projet consiste à normaliser les réglementations (nationales jusque-là) applicables pour l'exécution des ordres, et le périmètre des acteurs autorisés à assurer ce service. La Commission choisit de laisser s'affronter les principaux modèles existants : marché dirigé par les ordres et marché dirigé par les prix, et d'ouvrir le champ de la compétition aux banques d'investissement. Le projet se concentre, de ce fait, sur les règles de concurrence et de cohabitation entre les modèles et entre les acteurs.

## Organiser la compétition

La Directive organise la compétition entre les marchés réglementés (i.e. les bourses traditionnelles) et les entreprises d'investissement, lesquelles pourront désormais intervenir directement dans l'exécution des ordres de leurs clients selon deux modalités :

- Exploiter un *Multilateral trading facilities* – MTF, terme officiellement

retenu au niveau européen pour l'équivalent des ATS américains. L'exploitation d'un MTF devient un nouveau service d'investissement.

- Internaliser les ordres de leurs clients, ce qui devient autorisé à toutes les banques et entreprises d'investissement, mais n'était pas le cas jusque-là dans certains pays, notamment en France.

*« Le projet de texte lance les grandes banques d'investissement à l'assaut des bourses, dont les positions monopolistiques et la résistance au changement sont pointées du doigt. »*

Le projet de texte lance ainsi les grandes banques d'investissement à l'assaut des bourses, dont les positions monopolistiques (de fait plus que de droit) et la résistance au changement sont pointées du doigt.

Les MTF constituent donc une nouvelle catégorie d'entreprises d'investissement, bénéficiant du passeport pour l'exercice de leur activité. Ils se définissent comme des infrastructures qui permettent la divulgation multilatérale de positions de négociation ou d'ordres fermes, ainsi que l'exécution des ordres résultant de l'interaction des intérêts



Joseph Florentin  
Associé



Pierre Monteillard  
Associé

Cabinet Eurogroup

acheteurs et vendeurs ainsi exprimés.

Les MTF devront respecter des obligations proches de celles des marchés réglementés, en ce qui concerne : les conditions d'accès à leur système, qui devront être transparentes et objectives ; le traitement équitable, objectif et rapide des ordres ; l'obligation de transparence pré et post-négociation pour les transactions sur actions ; enfin, les exigences de fonds propres et les règles prudentielles soumises au contrôle du régulateur.

Les MTF seront accessibles aux seuls professionnels lesquels interviendront à leurs risques et périls (*encadré 1*). En l'état du texte, ces clients professionnels pourraient intégrer directement le *membership* des infrastructures de négociation (MTF principalement, mais aussi marchés réglementés). Les discussions sur ce point pourraient certainement faire disparaître ou atténuer la portée de cette proposition, tant les impacts sont grands en matière de désintermédiation des brokers, ainsi qu'en matière de supervision et surveillance prudentielle des risques.

## L'internalisation au bénéfice des clients finaux

L'internalisation concerne le cas où une banque ou une entreprise d'investissement traite les ordres de ses clients en interne sans passer par un marché réglementé. Différentes mesures de protection des investisseurs sont développées dans la Directive pour assurer que cette technique n'aura pas d'effet négatif et sera employée au bénéfice des clients finaux :

## 1. Les trois catégories de « clients professionnels »

Catégories	Clients concernés
Opérateurs de marché agréé	Les entités agréées pour opérer sur les marchés financiers : établissements de crédit, entreprises d'investissement, mais aussi institutionnels (assureurs, <i>asset managers</i> , fonds de retraite...)
Corporates	Les grandes sociétés et autres institutionnels de taille suffisante (40 ME de CA, 20 ME de bilan, 2 ME de fonds propres)
Autorités publiques	Gouvernements, banques centrales, institutions internationales...

- Le consentement préalable des clients pour exécuter leurs ordres par internalisation, nécessitant d'être formellement renouvelé chaque année.
- L'obligation d'exécuter les ordres « au mieux » de la manière la plus favorable au client. La Directive est toutefois fort peu précise sur les critères de référence (notion de *best execution*) et chacun sera très attentif aux modalités pratiques restant à arrêter dans le cadre du processus de comitologie.
- L'interdiction de stocker les ordres « limite » dans son système si elle n'est pas en mesure de l'exécuter elle-même (implicitement équivalente à une obligation de les transmettre au marché central).

*« La Directive prévoit pour les entreprises d'investissement un niveau d'exigence analogue à celui portant sur les marchés réglementés et sur les MTF. »*

- Des dispositions organisationnelles permettant de gérer les conflits d'intérêt potentiels au sein des banques et entreprises d'investissement.

S'agissant du modèle de marché, cette autorisation accordée aux banques et *brokers* d'internaliser les ordres de leurs clients est spectaculaire pour les Français. Pour autant, si les tenants du modèle de marché centralisé dirigé par les ordres doivent admettre cette internalisation, les tenants du *market making* doivent de leur côté

prendre la mesure d'exigences de transparence élevées auxquelles ils n'étaient pas habitués.

L'accueil plutôt positif du projet dans les États membres témoigne du caractère équilibré du projet. En outre, au-delà des débats théoriques, la pureté des modèles (ordres/prix) est depuis longtemps écorchée et les pratiques beaucoup moins divergentes en réalité qu'il n'y paraît.

Si les entreprises d'investissement peuvent concurrencer les marchés réglementés, la moindre des choses est qu'elles soient tenues aux mêmes obligations. Ce sera peu ou prou le cas. L'enjeu le plus important se situe dans le niveau de transparence (notamment pré-négociation) auquel seront soumises les entreprises d'investissement intervenant en *market making*. Jusqu'à présent, cette pratique allait de pair avec une certaine opacité pour les investisseurs.

### Un niveau d'exigence analogue

La Directive prévoit pour les entreprises d'investissement un niveau d'exigence analogue à celui portant sur les marchés réglementés et sur les MTF, avec l'obligation d'afficher les ordres limités des clients, et de les communiquer à d'autres participants si elles ne sont pas en mesure de l'exécuter directement (interdiction de stocker ces ordres dans leurs systèmes). Elle impose également l'obligation pour les entreprises d'investissement les plus importantes, négociant pour compte propre, de rendre public leurs cours acheteur et vendeur ferme pour les actions les plus liquides et des volumes d'ordres « habituels ».

La Commission, en conjuguant, d'une part, l'obligation faite aux intermédiaires de porter leurs ordres à l'in-

frastructure la plus efficace et, d'autre part, les effets de la concurrence entre les infrastructures, espère déclencher un cercle vertueux de concentration de la liquidité et de baisse des coûts. Pour différentes raisons développées plus loin, nous considérons pour notre part qu'il est peu probable que la dynamique de ce cercle vertueux s'enclenche significativement sur la base de ces seuls principes.

### Une concurrence sans effet suffisant sur les silos actuels

Il va sans dire qu'il existe une apparente contradiction entre l'objectif d'intégrer davantage le marché pour concentrer la liquidité au bénéfice de tous, et l'introduction de nouveaux compétiteurs – les entreprises d'investissement, lesquelles s'ajoutent aux quelque 40 bourses déjà bien fragmentées (*encadré 2*).

Si les marchés domestiques fragmentés maintiennent leur position dans le cadre de leur « silo » national, cela tient à leur efficacité maintes fois démontrée et à la réalité profonde des différences nationales (nature juridique des titres, droit des valeurs et des opérations, droits des sociétés, pratiques fiscales, pratiques professionnelles de place...).

De ce point de vue, il est fort regrettable que la Commission ne soit pas allée plus loin sur l'organisation des liens entre ces infrastructures de négociation et les infrastructures de règlement-livraison et de compensation.

Qui peut croire à l'ouverture réelle d'une concurrence entre les opérateurs de téléphone sans définir en détail les règles d'accès équitables à la boucle locale? Il en va de même selon nous pour les marchés financiers. En détenant la boucle locale (par analogie : les infrastructures de *clearing* et *settlement*), l'opérateur national de référence bénéficie d'un avantage compétitif déterminant vis-à-vis de ses nouveaux concurrents. C'est parce qu'il n'y a aucune pression significative sur ce point, que nous pensons que la concurrence sera officiellement organisée et pratiquement sans effet suffisant sur les silos actuels.

Les premiers changements induits interviendront selon nous sous 18 à 36 mois. Le calendrier « bruxellois » du dossier reste cependant incertain, en raison principalement du renouvellement en 2004 du Parlement européen. Dans

## 2. Nombre de marchés réglementés dans l'Europe des Quinze

Pays	Nombre d'entités opérationnelles (1)	Nombre de marchés réglementés
Belgique	3	4
Danemark	2	3
Allemagne	7	9
Grèce	2	3
Espagne	8	9
France	1	4
Irlande	1	1
Italie	2	7
Luxembourg	1	1
Pays-Bas	1	2
Autriche	2	4
Portugal	2	5
Finlande	1	2
Suède	3	3
Royaume-Uni	6	11
<b>Total</b>	<b>42</b>	<b>68</b>

(1) Nombre d'entités opérationnelles gestionnaires (chaque entité peut gérer plusieurs marchés réglementés).

Source : JO des Communautés européennes.

la mesure toutefois où le projet paraît assez bien accueilli par les États membres, on peut être optimiste pour une adoption avant juin 2004, faute de quoi il serait reporté très loin. Avec les délais courants de transposition (de l'ordre de 18 à 24 mois), l'entrée effective en application se situerait alors début 2006, soit dans trois ans.

Si cette échéance peut paraître éloignée, il est probable que des initiatives stratégiques, mais aussi opérationnelles, soient engagées par les acteurs bien avant, pour anticiper la préparation : accords de partenariat pour constituer des MTF, accords entre des entreprises d'investissement et des infrastructures de *clearing & settlement*, réorganisation interne des groupes bancaires en perspective de l'internalisation, pressions à la baisse des tarifs des infrastructures, positionnement des clients professionnels vis-à-vis de ce nouveau « statut »...

Au-delà des initiatives stratégiques que certains acteurs pourraient prendre, nous identifions à ce stade deux effets induits, portant potentiellement sur l'organisation et les systèmes de l'ensemble des professionnels. Le premier effet est lié à la mise en œuvre de moyens permettant de satisfaire la quasi-obligation d'arbitrer les différentes infrastructures, qui va les conduire à des dépenses que les professionnels seront

réticents à engager, car elles n'auront pas d'apport *business*!

Le client qui passe un ordre auprès de son entreprise d'investissement ou de sa banque, ayant droit à être exécuté aux conditions les plus favorables, son intermédiaire risque d'avoir plus de difficulté à atteindre ce résultat sur un marché fragmenté, où la même transaction peut être exécutée dans différentes enceintes. Ces exigences amèneront les professionnels à comparer en permanence les conditions de négociation des différentes infrastructures (au moins un éventail « raisonnable ») et mettre en place des dispositifs de suivi et de routage ad hoc.

Il est par ailleurs manifeste que ce contexte d'exigence accrue d'informations (transferts des ordres entre les infrastructures, affichage de la liquidité...) aura aussi des effets structurants sur les processus opératoires de traitement des opérations, et sur les fournisseurs d'informations (diffuseurs...) qui peuvent très légitimement espérer développer leurs services.

### Une séparation accrue de l'intermédiation retail et institutionnels

Le second effet affecte l'équilibre au sein des grands groupes bancaires entre les lignes métiers *retail* et *investment banking*. La banque d'investissement, et particulièrement l'intermédiation pour compte de tiers institutionnels, a certainement beaucoup à craindre d'une mise en œuvre de la réforme, qui pourrait la priver de fonds de commerce importants et soulever le problème d'une taille critique insuffisante.

Les flux *retail* devraient bénéficier de la réforme avec l'internalisation ou a minima l'effet à la baisse de la tarification des infrastructures de marché les concernant. Il sera souvent judicieux pour les responsables de ces lignes métiers d'internaliser le *brokerage retail* qui devient ainsi une activité purement in-

dustrielle, et potentiellement rémunératrice pour l'apport de liquidité. Pire, s'il se confirmait que les grands institutionnels pouvaient accéder au *membership* des infrastructures de négociation, nombreux sont ceux d'entre eux qui pourraient être tentés de le faire au moins pour les ordres de moindre valeur ajoutée (*program trading*...).

### Les modalités pratiques seront déterminantes

Si les principes de la réforme sont assez clairs et cohérents, le moins que l'on puisse dire est que les modalités pratiques sont impatientement attendues! Celles-ci – plus que le texte actuel – conditionneront la portée réelle de la réforme. En tous cas, la portée sera faible si les modalités pratiques ne sont pas « radicales » dans l'application des principes définis, à savoir :

- L'application large des obligations de transparence pré-négociation (cf. critères de valeurs « liquides », des montants « habituels », des entreprises d'investissement les plus importantes...).
- La définition d'un critère exigeant pour qualifier la *best execution*: au prix instantané du marché central ou meilleur.

« Ces exigences amèneront les professionnels à comparer en permanence les conditions de négociation des différentes infrastructures. »

- L'obligation de router largement les ordres limites (mais aussi au mieux si les critères de la *best execution* ne devaient pas être respectés à la lettre) par toutes les infrastructures de négociation.
- Une forte pénalisation des infrastructures de négociation qui exécuteraient des ordres en s'écartant des critères (durée de rétention, écarts de cours...).

Il appartiendra au Comité européen des valeurs mobilières de fixer ces modalités pratiques dans le cadre de la procédure de comitologie, et aux professionnels de faire entendre leurs points de vue auprès des autorités publiques! ●