

L'ouverture de la concurrence



Philippe Marini
Rapporteur général
de la Commission des finances,
du contrôle budgétaire
et des comptes économiques de la Nation
Sénat

La nouvelle DSI officialise la reconnaissance des infrastructures non réglementées de négociation. Ce faisant, elle doit veiller à éviter les distorsions de concurrence et garantir la sécurité des investisseurs, en particulier en préservant les principes de lisibilité et de transparence de l'accès aux marchés qui ont inspiré la première DSI.

■ La révision de la directive sur les services d'investissement (DSI) de 1993 est sur l'agenda communautaire depuis maintenant plus de deux ans et doit théoriquement aboutir d'ici à la fin de l'année. Cette révision comporte des enjeux économiques et financiers d'une importance déterminante, puisqu'il ne s'agit pas moins que de redéfinir le cadre réglementaire des marchés européens de valeurs mobilières et des prestataires de services associés. Elle entend contribuer à bâtir une architecture européenne intégrée, efficiente en termes d'allocation des ressources, et compétitive face aux marchés américains.

« Les dispositions initiales du projet de directive portaient en elles le germe d'une implosion de la concurrence caractérisée par une multiplicité des structures de négociation, des prix des actifs et des normes de transparence. »

Nombre des dispositions proposées constitueraient un indéniable progrès, telles que le passeport européen unique pour les sociétés d'investissement, une meilleure coopération entre instances nationales de régulation, et l'harmonisation des conditions d'agrément des services dits « de base ». Son principal volet est cependant celui qui cristallise une bonne partie des débats : l'ouver-

ture de la concurrence entre les marchés réglementés, les nouveaux systèmes électroniques d'exécution des ordres, que sont les plates-formes multilatérales de négociation (MTF), et l'internalisation par les prestataires de services. Cette ouverture marque une inflexion de la logique du marché financier unique qui animait jusqu'à présent la Commission européenne et comporte, par l'imprécision et le déséquilibre de certaines de ses dispositions, des effets potentiellement négatifs¹.

Il convient donc de rappeler en premier lieu les principes qui structuraient la directive de 1993 sous l'angle de l'organisation des marchés, et de montrer en quoi la révision projetée constitue – certes de manière relativement prévisible – un changement d'approche. Il s'agira ensuite d'explicitier les risques de cette démarche, et partant, de définir les objectifs et critères que les États doivent faire prévaloir, à l'issue du prochain examen du texte par le Parlement européen.

L'abandon du principe originel et déjà souple de concentration

Dans un contexte de croissance des marchés financiers et de transition, plus ou moins avancée selon les pays, d'une économie d'endettement bancaire vers une économie majoritairement financée par les marchés, la DSI du 10 mai 1993 entendait mettre en place un marché unique des services financiers et harmoniser les conditions de la concurrence entre places, mais sans adopter une définition opérationnelle des marchés réglementés et en laissant toute latitude

aux États membres dans la désignation et la création de ces derniers. Néanmoins, la déclaration de marché réglementé entraînait une série de conséquences importantes, consacrées dans la directive, telles que le maintien d'un accès ouvert, des règles minimales de transparence (obligations de conservation, de déclaration et de publication des données) et la possibilité d'une concentration des opérations.

La directive a ainsi posé dans son article 14-3 le principe fondamental de concentration, selon lequel « *un État membre peut exiger que les transactions relatives aux services visés [...] soient effectuées sur un marché réglementé* » lorsqu'elles répondent à un certain nombre de critères. Cette priorité accordée aux marchés réglementés, fruit d'une volonté française, reflétait néanmoins un compromis puisqu'il ne s'agissait que d'une simple possibilité laissée aux États membres, qui devaient par ailleurs ménager certaines exceptions, en particulier concernant la négociation de gré à gré de blocs de titres.

En ce sens, les aménagements substantiels au principe de concentration témoignaient à la fois des négociations et antagonismes sous-jacents, grosso modo entre la logique anglo-saxonne des *market makers* et la préférence continentale pour les marchés régis par la centralisation des ordres, que l'on retrouve peu ou prou dans les débats actuels, et de la marge implicite d'évolution de la réglementation communautaire.

Toutefois, le compromis proposé semblait relativement satisfaisant en ce qu'il ouvrait la voie à une concurrence

équitable et accrue entre marchés réglementés, préservant l'unicité et la transparence des prix. J'avais d'ailleurs souhaité une option maximaliste de transposition, ce qui avait permis de revoir l'organisation des autorités de tutelle.

L'implosion de la concurrence

Avec la révision en cours, la Commission franchit un seuil et prend le risque de modifier la nature du droit financier communautaire, qui repose aujourd'hui sur un équilibre concurrentiel assez clairement délimité et un processus homogène de formation des prix, les marchés réglementés constituant la plate-forme de droit commun. Les dispositions initiales du projet de directive portaient en elles le germe d'une implosion de la concurrence caractérisée par une multiplicité des structures de négociation, des prix des actifs et des normes de transparence. L'implication active des professionnels français a permis de notables aménagements, propres à atténuer l'hétérogénéité des principes de négociation, mais le texte présenté le 19 novembre 2002 n'est pas encore pleinement satisfaisant. En privilégiant une conception très extensive et quelque peu idéaliste de la concurrence, la Commission me semble effleurer les écueils qui ont au cours de la dernière décennie inspiré et fait chavirer les velléités de libéralisation massive de certains secteurs, dont le rail en Grande-Bretagne constitue un exemple emblématique.

La DSI de 1993 a salutairement permis d'accélérer le processus d'unification du marché européen, illustré notamment par le développement des transactions, Opcvm et indices boursiers paneuropéens, et de favoriser une saine concurrence entre places en vue d'atteindre la taille critique, ainsi qu'en attestent l'expansion d'Euronext et la rationalisation des services de règlement-livraison. S'il est clair que les conditions et modalités des transactions ont changé, en raison de la mise en place de facto de structures organisées mais non réglementées, il apparaît nécessaire de garder à l'esprit, au-delà de l'objectif certes légitime mais non exclusif de diminution des coûts, les principes qui ont inspiré la première directive, en particulier la lisibilité et la transparence de l'accès aux marchés et de leur utilisation.

Quelles sont donc les difficultés que pose encore la directive? Il s'agit essentiellement du traitement différencié, concernant les règles de transparence, applicable aux plates-formes internalisées. Le régime des MTF ne semble pas particulièrement contestable, dans la mesure où il est essentiellement aligné sur celui des marchés réglementés (règles précises de transparence pré et post-transaction, règle de priorité des ordres), compte tenu des similitudes organisationnelles entre les deux types de structures.

Veiller à l'intégrité des marchés...

Le dispositif plus favorable et plus souple dont bénéficie l'internalisation, notamment au regard de la transparence pré-transaction, est à terme susceptible d'exercer les effets pervers suivants :

- la fragmentation de la liquidité en de multiples bassins n'est pas nécessairement un mal en soi, mais crée pour les investisseurs des difficultés de consolidation d'une information devenue plus abondante, témoignant ainsi des limites d'une concurrence intégrale. En outre, la liquidité repose davantage sur les interactions entre plates-formes de négociation que sur l'étendue de l'offre de ces structures, ce qui suppose que les systèmes d'information soient rapidement et correctement configurés et interconnectés pour un routage optimal des ordres, en particulier dans les MTF dont les contraintes technologiques sont plus complexes ;
- le fractionnement de la liquidité pourrait s'accompagner d'un élargissement de la fourchette de prix (*spread bid/ask*) proposés pour les titres, et ainsi conforter une certaine illisibilité pour l'investisseur, mais serait éventuellement tolérable s'il se révélait compensé par une réelle diminution des frais de transaction. L'élargissement de l'éventail de prix est également une source d'accroissement de la volatilité, déjà très élevée à l'heure actuelle ;
- la baisse escomptée des frais n'est pas garantie, dans la mesure où les structures internalisées sont d'ores et déjà bien implantées en Grande-Bretagne ou en Suède, et pourraient bénéficier d'une prime aux premiers entrants avec captation de clientèle. Par ailleurs, il n'existe

aucune assurance que la diminution probable du coût d'exécution pour les intermédiaires se fasse à marge constante et soit donc répercutée sur le client final. En outre, il est important que les règles encadrant les entreprises d'investissement soient suffisamment contraignantes et précises, car il existe un risque que les coûts élevés de mise en conformité des systèmes d'information soient reportés sur les clients et rigides à la baisse ;

« Il s'agit de privilégier la promotion d'une concurrence équitable – qui, notamment, n'accorde pas un avantage indu aux sociétés anglo-saxonnes – garantissant la sécurité des investisseurs. »

- l'imprécision et la manque de portée pratique de certaines dispositions actuelles, en particulier celles de l'article 19 de la directive, sur l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client, celles de l'article 20 sur la prévention des conflits d'intérêt ² (manifestes lorsque le capital du promoteur d'une infrastructure internalisée peut figurer comme contrepartie), et celles de l'article 25 sur les obligations de transparence pré-transaction relatives aux grands volumes de titres, peuvent créer des zones d'opacité et de distorsion de concurrence.

... et au traitement équitable des investisseurs

Il ne s'agit pas d'engager une lutte stérile destinée à empêcher toute reconnaissance et tout développement des infrastructures non réglementées de négociation, qui de toute façon existent déjà, mais bien de privilégier la promotion d'une concurrence équitable – qui, notamment, n'accorde pas un avantage indu aux sociétés anglo-saxonnes – et garantissant la sécurité des investisseurs. Pour ce faire, il me semble que les acteurs continentaux doivent continuer d'œuvrer en faveur du respect par le droit communautaire des principes suivants :

- la protection de l'investisseur le plus fragile, c'est-à-dire du particulier, notamment en favorisant la bonne application des ordres à cours limité, qui sont très majoritaires en Europe continentale³, en édictant des normes strictes quant au consentement des investisseurs à l'internalisation, et en étendant les garanties de bonne fin pour les marchés non réglementés;
- les infrastructures non réglementées constituent des alternatives, ce qui signifie que les places réglementées doivent rester le lieu de transaction de droit commun et bénéficier d'une présomption de bonne exécution;
- la publicité des coûts et prix de transaction, ces derniers devant rester dans une fourchette raisonnable, qui constitue à certains égards une forme de bien public;

- enfin « lier les mains » des entreprises d'investissement pour se prémunir des conflits d'intérêt et empêcher toute tentation de collusion, à l'instar des changements importants qui se dessinent dans le domaine de l'analyse financière.

Rester vigilant

En cette matière, certes technique mais hautement stratégique, la clairovoyance et la fermeté s'imposent cette année en France, tant pour le gouvernement en tant que négociateur direct, que pour les professionnels du secteur, qui doivent également anticiper les conséquences potentielles de la directive sur la segmentation de l'intermédiation et la reconfiguration de sa chaîne de valeur. Pour le législateur, et la commis-

sion des finances du Sénat en particulier, il est impératif de se montrer particulièrement vigilant sur l'esprit et la lettre de la DSI et ses conséquences sur la législation française. Il s'agit pour moi d'une préoccupation majeure, que je garderai notamment à l'esprit lors de l'examen du projet de loi sur la sécurité financière. ●

1 Dont les États-Unis ont pris conscience, puisqu'ils tendent aujourd'hui à modifier un système que l'Union européenne doit veiller à ne pas reproduire...

2 En revanche, la rédaction du 4^e alinéa sur la publication et l'exécution rapide des ordres à cours limité non exécutés paraît offrir de meilleures garanties.

3 Selon la Fédération bancaire française, les ordres à cours limité représentent 83 % des ordres traités sur Euronext, et les ordres au mieux 14 %, contrairement à ce qui prévaut à Londres.