

# « Les acteurs ont montré d'emblée une réelle volonté d'aboutir »

**Le projet de DSI est accueilli avec sérénité par les grands acteurs financiers, qui opèrent déjà dans l'ensemble des places et des systèmes de négociation. Ils sont conscients des avantages à retirer d'une concurrence plus affirmée, même si certaines dispositions du projet doivent encore être clarifiées.**



**Laurent Cadieu**  
Head of European equities  
BNP Paribas

— *Que pensez-vous du projet de DSI publié par la Commission européenne le 19 novembre 2002?*

Cette directive a pour but d'uniformiser les pratiques de marché, de favoriser ainsi la concurrence, pour permettre un fonctionnement le plus optimal possible des marchés. Au stade ultime, ces évolutions doivent aboutir à une baisse des prix pour les utilisateurs finaux que sont les investisseurs. C'est un texte qui est relativement politique, puisqu'il touche à la structure et au fonctionnement des marchés, mais aussi relativement technique, parce que la matière demande un vrai souci des détails.

Le texte a été largement débattu et il a bénéficié d'un fort a priori positif des acteurs français, mais aussi européens. En effet, la nouvelle directive complète les premiers domaines couverts par la précédente DSI, notamment en ce qui concerne la mise en application du passeport européen, mais il va aussi plus loin en autorisant de nouvelles formes de concurrence.

— *Au cours des débats, une vision anglo-saxonne s'est opposée à la position continentale. Peut-on dire aujourd'hui que l'une a primé sur l'autre?*

Les différents acteurs ne sont pas venus à reculons sur ce sujet; ils se sont fortement impliqués et ont montré d'emblée une réelle volonté d'aboutir. Il n'en reste pas moins vrai qu'il existe de fortes différences entre la culture opérationnelle des marchés en Angleterre et

la culture de marchés centralisés et réglementés d'Europe Continentale. Cependant, cet écart a été fortement réduit dans les dernières années: l'introduction d'un marché électronique en Angleterre, qui totalise aujourd'hui autour de 60 % des transactions, a permis aux opérateurs anglais de se familiariser avec cette forme de négociation et d'en reconnaître mieux, tant les avantages que les inconvénients. Par ailleurs, tous les grands acteurs financiers participent également à lisser cette opposition de points de vue car nous opérons tous des deux côtés de la Manche. Les marchés électroniques d'Europe continentale feront, avec la nouvelle DSI, leur part du chemin en sens inverse.

Enfin, les principes essentiels se sont dégagés assez rapidement et la mise en application, après adoption du texte final et sa transposition dans chaque règlement national, devrait pouvoir intervenir fin 2005 ou début 2006.

— *La DSI changera-t-elle la physionomie du marché européen?*

La concurrence devrait aller croissante entre les bourses et avec de nouveaux acteurs. Elle existe déjà depuis quelques années entre les bourses européennes, mais le marché sait qu'il est très difficile de déplacer la liquidité des transactions et des titres, car la liquidité appelle la liquidité.

L'hypothèse la plus vraisemblable pour l'évolution du panorama concurrentiel se fonde plutôt sur l'émergence

de trois pôles de concentration: Euro-next, qui a marqué des points dans son développement, mais qui doit encore délivrer un certain nombre de synergies notamment pour les utilisateurs que nous sommes, le silo du *London Stock Exchange* qui est un peu seul depuis deux ans; enfin, la bourse allemande qui a vu une partie de son développement en Suisse, en Europe de l'Est ou en Europe du Nord. Il n'y a pas de semaine qui passe sans qu'on marie deux quelconques d'entre eux... On pourrait être surpris et éventuellement passer à deux pôles.

Par ailleurs, des marchés importants mais dont la taille ne permet pas de suivre l'évolution technologique ni de financer dans de bonnes conditions les investissements nécessaires, comme l'Espagne, l'Italie ou certains marchés d'Europe du Nord, vont se voir poser des questions d'efficacité par leurs actionnaires. Certains, comme le Portugal et l'Autriche, ont déjà franchi le pas.

— *L'apparition de nouvelles bourses en Europe est-elle un scénario crédible?*

Jusqu'à présent, les projets apparus courant 2000 en Europe, soutenus par les plus grandes banques, principalement américaines, ont périéclité, avec des pertes relativement importantes. L'appétit de nouveaux acteurs sera donc au mieux mesuré au départ.

Malgré son nom et la qualité de sa technologie, même Nasdaq Europe peine à se développer dans les conditions actuelles; peut-être ont-ils quand

même une plate-forme technologique sur laquelle d'autres bourses locales peuvent se regrouper et se développer.

— *Quel peut être l'impact des possibilités ouvertes d'internaliser les ordres?*

La DSI permettra d'internaliser les ordres, tout en imposant un certain nombre de règles afin de sécuriser les pratiques. Cette internalisation n'a qu'une raison d'être: diminuer les coûts de transaction. Elle sera au départ marginale et les principaux acteurs vont essayer de tirer parti de leur part de marché pour internaliser au mieux et faire profiter leurs clients finaux de cette réduction des coûts de transaction.

— *Le projet prévoit notamment d'instaurer le principe de best execution. Celui-ci vous paraît-il applicable en l'état?*

Sur le principe, la *best execution* est facile à comprendre; en pratique, elle est plus complexe. Dans ce concept de *best execution*, les prix de marché ne sont pas les seuls éléments à prendre en compte. Il faut intégrer l'ensemble du prix et des frais de la chaîne d'une transaction. Celle-ci commence au moment de l'exécution, mais il faut ajouter l'ensemble règlement-livraison, éventuellement le *custody*. On ne peut pas raisonnablement servir au mieux le client si on négocie le meilleur prix de marché, mais avec ensuite des coûts de gestion très élevés. Or, une partie de ces éléments de back office n'est précisément pas couvert par la DSI. Cela fait partie des questions en suspens pour une mise en œuvre effective des principes de *best execution*.

Une autre difficulté qui surgit est la définition des meilleurs points de référence pour les prix des actions: un très bon prix mais sans volume à traiter, est-ce vraiment un très bon prix?

Ces sujets vont être étudiés; ils seront plus importants et complexes si les marchés se fragmentent beaucoup et si les coûts en aval de l'exécution à proprement parler continuent à augmenter plus vite.

— *En dehors de la best execution, d'autres points restent-ils à préciser?*

Très liée à la *best execution*, la *pre-trade transparency* a constitué un

point de discussion assez intense entre l'Angleterre et le continent. Elle consiste à déterminer les méthodes au travers desquelles il faut donner au marché la possibilité d'intervenir dans les ordres qui seront internalisés.

Le consensus s'est dégagé autour du fait que les MTS seraient assujettis aux mêmes règles que les marchés électroniques. Il est, en effet, tout à fait normal qu'il y est une parité de traitement pour les acteurs qui ont les mêmes activités. Dans ce cadre-là, la *pre-trade transparency* serait assurée. En revanche, dans le cadre de l'internalisation, celle-ci a été spécifiée d'une façon qui reste à préciser.

Un autre point important est la crainte des marchés, notamment ceux du continent, d'une fragmentation exagérée des pools de liquidité, qu'ils voient être contre-productive et limiter l'efficacité des échanges. En effet, une grande liquidité tend à réduire les *spreads* et assure ainsi un meilleur prix d'échange pour l'acheteur ou le vendeur final. Sans liquidité, les *spreads* peuvent au contraire être plus importants, voire purement indicatifs. Dans ces cas-là, ainsi que pour les très grandes opérations sur les titres liquides, c'est le *market maker* qui permet d'obtenir un vrai prix qui reflète l'état du marché. La directive a pris un parti qui me semble très positif, c'est-à-dire accepter la concurrence tout en s'assurant des mécanismes qui permettent aux intervenants d'accéder à la liquidité, même si elle est un peu fragmentée.

— *Vos clients institutionnels sont-ils attentifs aux enjeux de la DSI? Savent-ils ce qu'ils peuvent en attendre?*

Nos clients institutionnels, notamment américains, qui sont très actifs sur tous les marchés européens, sont toujours un peu effrayés par leur complexité et leur coût. Certes, la tendance lourde est déjà à la simplification et à la réduction des frais, mais la DSI va créer un environnement favorable pour accélérer le processus d'homogénéisation essentiel à la baisse des coûts. Nos clients institutionnels sont plus particulièrement sensibilisés à la partie *post trade* et tout ce qui amènera une baisse de ces frais sera pour eux un motif de satisfaction. ●