

La notion de transparence pour les investisseurs non qualifiés

L'ouverture de la concurrence rendue possible par la nouvelle DSI risque d'être un facteur d'opacité pour les investisseurs non qualifiés, en contradiction avec l'objectif affiché de la réforme d'améliorer la transparence des marchés.

Sylvie Lépicier
Président-directeur général
LGB Finance



Bernard Collet
Consultant
LGB Finance



■ La réforme de la DSI vise principalement trois objectifs : organiser la concurrence, minimiser les coûts et améliorer la transparence. Le dernier de ces objectifs est plus particulièrement intéressant, puisqu'il touche un concept subjectif. L'amélioration de la transparence risque cependant de ne pas avoir l'effet escompté auprès des investisseurs non qualifiés. La nécessité d'améliorer la transparence risque de faire perdre pied aux actionnaires individuels devant la masse d'information qu'ils doivent comprendre pour être en mesure d'appréhender l'exécution de leurs instructions.

La transparence du marché français : une démarche entamée depuis 20 ans

Engagée dès les années quatre-vingt, la recherche constante d'amélioration de la transparence sur le marché français des valeurs mobilières s'est traduite par la dématérialisation des titres, la modernisation des filières de règlement-livraison, l'instauration des marchés cotés en continu, la fin du monopole des agents de change, la création des sociétés de bourse et celle de la Société des bourses françaises et de ses extensions (Euronext, Clearnet...), l'élaboration des divers règlements de la Cob et du CMF, la loi de modernisation des activités financières... La mise en œuvre de ces actions a engendré segmentation et professionnalisation des services de la profession, toujours avec sous-jacent, la volonté de mettre à disposition des émetteurs et des investisseurs une information et des procédures plus claires et plus sûres.

Le mouvement de segmentation s'est naturellement amplifié et européenisé après

la mise en œuvre de la première Directive sur les services d'investissements de 1993. Toutefois, certains établissements avaient anticipé les changements en filialisant quelques-unes de leurs activités (gestion des porteurs de parts ou valorisation Opcvm) ou en segmentant leurs avoirs en Sicovam (aujourd'hui Euroclear France).

Une nouvelle complexité

La réforme de la DSI, quant à elle, vise principalement à organiser la concurrence entre les différents systèmes de négociation (réglementés ou non) en créant des normes répondant a minima aux exigences que se sont déjà imposées les entreprises de marché des pays ayant opté pour la concentration des ordres (France, Belgique, Espagne, par exemple). Elle autorise ainsi l'internalisation des ordres au sein des intermédiaires financiers. Sous couvert de la recherche de minimisation des coûts de transaction, cet outil cherche à concilier la culture libérale des intervenants anglo-saxons et celle des « concentrateurs ».

De ce fait, de nouvelles fonctions vont apparaître dans le paysage boursier français, soit sous forme de systèmes multilatéraux de négociation, soit sous forme de système d'internalisation d'ordres.

Devant la complexité induite de l'évolution, on peut s'interroger sur le critère de la transparence. En effet, si les investisseurs qualifiés, intermédiaires financiers et autres professionnels n'auront pas de mal à utiliser ces filières et en tirer le meilleur parti (bien que bon nombre d'entre eux craignent qu'elles nuisent à terme à la liquidité des marchés et que la multiplicité desdites filières risque d'augmenter les coûts de

transaction), il n'en sera pas de même des investisseurs individuels qui, pour leur part, risquent de s'y perdre.

Au devoir qu'ont les acteurs, qualifiés ou non, de respecter des règles précises, il est nécessaire d'y associer leur droit à pouvoir disposer des mêmes informations au même instant, faute de quoi l'égalité entre eux sur le marché des actions, par exemple, ne serait pas respectée.

Imaginons la position d'un investisseur non qualifié disposant d'avoirs chez plusieurs intermédiaires financiers : il aura à sa disposition des informations différentes, même si celles-ci sont à l'intérieur d'une fourchette « officielle ». La décision de négocier chez l'intermédiaire offrant la meilleure opportunité n'entraînera-t-elle pas des frais de transfert de son stock ? La décision de passer son ordre sur un marché réglementé ne sera-t-elle pas facturée en conséquence si son intermédiaire internalise les ordres de sa clientèle ?

Un devoir de formation

Submergé par la masse d'informations, l'actionnariat individuel peut être dérouté : Sera-t-il, dans sa grande majorité, en mesure de comprendre et donc d'être sécurisé quant au *process* de traitement de ses ordres ?

Aboutir sur l'objectif de transparence nécessitera sans doute d'y associer l'éducation financière de cet actionnariat (y compris l'actionnariat salarié). Pour ce faire, les intermédiaires dans leur ensemble se voient investis, à nouveau, d'un devoir de formation de leur clientèle. C'est à ce prix que la spécificité française représentée par un actionnariat individuel fort sera préservée. ●