

L'efficiency du marché: un enjeu de la DSI

Le projet de DSI présente la règle de *best execution* comme une garantie de l'efficiency des marchés. Cette analyse paraît peu crédible. En revanche, atteindre une meilleure efficiency des marchés devrait permettre de réduire les besoins de *best execution*.

■ Dans le cadre de son ambitieux Plan d'action pour les services financiers, la Commission européenne a décidé de réviser la directive sur les services d'investissement (DSI). Après plus de deux années de concertation avec les parties intéressées, elle a présenté le 19 novembre 2002 une proposition officielle de DSI adoptée « par consensus », c'est-à-dire avec l'accord de tous les commissaires européens. Cette proposition très complète a vocation à se substituer à l'actuelle directive en vigueur depuis 1995. Premier texte totalement élaboré selon la nouvelle procédure Lamfalussy, il est le fruit d'un important travail des services de la Commission: même si certaines orientations appellent la critique et si, par ailleurs, des précisions sont nécessaires sur divers aspects, la très grande qualité d'ensemble de cette proposition doit être particulièrement saluée.

Au-delà du passeport européen, accroître la concurrence

Constituant une pièce maîtresse du dispositif qui doit permettre de réaliser un véritable marché intégré des services financiers au niveau européen, cette proposition de DSI s'articule autour de deux axes principaux.

Le premier, déjà présent dans la DSI actuelle, consiste à déterminer les règles d'organisation et de conduite qui, s'imposant *a minima* aux intermédiaires financiers européens, autorisent la mise en œuvre d'un « passeport européen ». Avec ce passeport, sous couvert de l'agrément délivré dans leur État d'origine, les entreprises qui en bénéficient auront le droit de fournir des services d'investissement,

et éventuellement les services auxiliaires qui y sont associés, dans les autres États membres de l'Union européenne tant en libre établissement qu'en libre prestation de services.

Le second axe des propositions de la Commission consiste à définir le cadre juridique dans lequel vont évoluer les différentes mécaniques d'exécution d'ordres qu'elle reconnaît. La Commission en reconnaît trois types: les marchés réglementés, les *Multilateral Trading Facilities* – MTFs, et les systèmes d'internalisation. Les MTFs (anciennement dénommés *Alternative Trading Systems* – ATS) sont des systèmes électroniques de confrontation d'ordres qui ont des fonctionnalités similaires à celles des marchés réglementés, mais dont l'environnement juridique était jusqu'ici distinct. Les systèmes d'internalisation, quoique non expressément reconnus en tant que tels, sont les systèmes internes qui permettent à un intermédiaire d'exécuter directement les ordres de ses clients, soit en les confrontant entre eux, soit en interposant un compte propre.

Le premier axe ne suscite pas de difficulté particulière. À ce stade, il convient simplement de relever que les propositions de la Commission tendent à préciser notablement les obligations qui s'attachent à la qualité d'intermédiaire financier, ce qui d'un point de vue d'harmonisation européenne ne peut que permettre une plus grande convergence des réglementations nationales. Le second axe est en revanche beaucoup plus problématique. La reconnaissance de différentes mécaniques d'exécution d'ordres procède en effet de l'objectif affirmé de la Commission d'augmenter sensiblement la concurrence

entre les différentes mécaniques d'exécution d'ordres afin de favoriser la diminution des coûts tout en accroissant l'innovation. Cet objectif, soutenu sur le principe par des intervenants naturellement favorables à l'existence d'une palette de choix aussi large que possible, soulève toutefois des interrogations fortes quant aux conditions de mise en œuvre retenues.

Un risque fort de fragmentation des marchés

L'augmentation de la concurrence entre les marchés est par essence porteuse d'un risque fort de fragmentation de liquidité. Favoriser le traitement simultané d'un même titre dans différentes mécaniques d'exécution, c'est en effet favoriser dans le même temps l'éclatement de la liquidité, avec pour principale conséquence, une perte d'efficiency des processus de formation des cours.

Bien sûr, le professionnel sait bien que la multicotation n'induit pas toujours l'éclatement de la liquidité. Le principe selon lequel la liquidité attire la liquidité a un effet centripète fort. L'intervention des arbitragistes, dont l'objectif est de tirer parti des différences de cours constatées, conduit par ailleurs à réduire mécaniquement ces mêmes différences. Pour autant, il est à craindre que l'ouverture de nouvelles opportunités ne se traduise par une réelle fragmentation de la liquidité, et cela au moins dans un premier temps, avant que les forces du marché ne jouent leur rôle naturel d'élimination des dispositifs les moins efficients.

La Commission se retrouve donc confrontée à une contradiction: sa volonté, soutenue par les professionnels,

Jean-Pierre Pinatton
Président
Association française des
entreprises
d'investissement



d'une plus grande concurrence, peut menacer l'efficacité du marché, et ainsi se révéler contraire aux intérêts de ses acteurs que sont, au premier chef, les investisseurs et les émetteurs, mais aussi les intermédiaires financiers soucieux de disposer d'un marché efficace pour rendre le meilleur service à leurs clients.

La best execution : une réponse à la fragmentation selon la Commission...

Face à ce danger, la Commission estime trouver une réponse appropriée au travers de l'introduction de la notion de *best execution*. La *best execution* est, au sens de la directive, l'obligation pour les intermédiaires qui participent à l'exécution d'ordres de clients de veiller « à ce que ces ordres soient exécutés de telle sorte que les clients obtiennent le meilleur résultat possible en termes de prix, de coût, de rapidité et de probabilité de l'exécution, compte tenu de la date, du montant et de la nature des ordres et de toute instruction spécifique donnée par les clients » (art. 19-1). Pour ce faire, les intermédiaires doivent « mettre en œuvre des procédures efficaces formant une méthode systématique, reproductible et démontrable qui favorise l'exécution des ordres des clients aux conditions les plus favorables pour eux » (art. 19-2). Ces procédures doivent être revues « régulièrement » pour assurer leur efficacité et éventuellement adaptées en vue de permettre « l'accès aux infrastructures d'exécution des ordres qui, de manière conséquente, offrent les conditions d'exécution les plus favorables existant sur le marché » (art. 19-3).

Pour la Commission, la *best execution* est un dispositif aux multiples avantages. Non seulement elle permettra « de faire en sorte que la fragmentation de la négociation entre diverses places d'exécution des ordres s'exerce au bénéfice des clients, et non le contraire » en amenant les intermédiaires « à comparer les conditions de négociation de différentes infrastructures et à utiliser des techniques intelligentes de routage des ordres, afin d'offrir les meilleures affaires possibles à leurs clients ». Mais, plus largement, l'obligation de *best execution* contribuera, selon la Commission, « au bon fonctionnement d'un marché financier intégré », puisqu'en obligeant les intermédiaires « à comparer les conditions de négociation offertes par un éventail rai-

sonnable d'infrastructures d'exécution et d'acheminer les ordres vers celles qui offrent les meilleurs prix, on fera en sorte que les liquidités réagissent rapidement aux différentiels de cours », ce qui conduira ainsi « à canaliser les liquidités vers les infrastructures de négociation les plus efficaces et les plus compétitives, garantissant de la sorte l'efficacité globale du marché ».

... mais qui reste peu crédible

Mais comment souscrire à cette analyse alors qu'efficacité des marchés et *best execution* étant des notions placées sur des plans totalement différents, il est difficile de concevoir que l'une puisse venir à l'appui de l'autre ?

L'efficacité des marchés, c'est leur capacité à déterminer un prix significatif pour la réalisation de transactions entre acheteurs et vendeurs, c'est-à-dire un prix qui reflète d'aussi près que possible la valeur économique intrinsèque du

« La "best execution" est l'obligation de veiller à ce que le client obtienne le meilleur résultat possible en termes de prix, de coût, de rapidité et de probabilité de l'exécution. »

titre échangé compte tenu des informations pertinentes pour cette valorisation. Cette capacité dépend d'éléments externes aux marchés, appréciés en tant que systèmes techniques, puisque le prix dépend directement des informations disponibles sur la situation de l'émetteur du titre concerné et ses perspectives. Mais l'efficacité résulte aussi de l'appréciation du comportement des autres investisseurs. À quel prix ont été réalisées les dernières transactions ? Quel est le sens du marché ? Quel est le rapport entre l'offre et la demande ? Dans cette appréciation, les informations globalement mises à disposition des investisseurs, tant sur les intentions d'achat et de vente en présence (transparence *pre-trade*), que sur les conditions auxquelles les dernières transactions ont été exécutées (transparence *post-trade*), jouent un rôle absolument fondamental.

La *best execution*, c'est, sur un tout autre plan, une règle de protection du client. Dans un environnement où pourront coexister de multiples possibilités d'exécution, la *best execution* a pour objet de donner au client l'assurance que l'intermédiaire dispose des procédures techniques et administratives de nature à lui garantir la meilleure exécution de son ordre par rapport à ses attentes. Or, celles-ci peuvent se traduire par la recherche du meilleur prix, mais aussi, et plus fréquemment qu'on peut le croire, par d'autres préoccupations : plus ou moins grande certitude sur la capacité de la contrepartie à faire face à ses engagements de règlement-livraison, rapidité d'exécution pour profiter du violent mouvement de cours que la publication de certaines informations peut provoquer, plus ou moins longs délais de règlement-livraison... C'est d'ailleurs pour cette raison que la Commission fonde la *best execution* sur une analyse multicritères.

Comment alors imaginer que la prise en compte de telles préoccupations, qui doivent à chaque fois être combinées, mais qui toujours conduisent à placer le critère du prix de la transaction comme un élément de la *best execution* parmi d'autres, pourrait constituer une réponse adéquate à la question de l'efficacité de marché dont le cœur est constitué par la signification du prix auquel est réalisée la transaction ?

La transparence pre-trade, enjeu de l'efficacité des marchés

C'est sans aucun doute la faible cohérence logique de ce raisonnement qui a conduit le débat à se cristalliser autour de la question de la transparence *pre-trade* dans les semaines qui ont précédé l'adoption de sa proposition de directive par la Commission.

En effet, les projets initiaux de la Commission comportaient une approche binaire de la transparence de marché. D'un côté, la transparence *post-trade* où, après quelques discussions à l'origine du texte, personne ne remet désormais en cause que les mêmes règles doivent s'appliquer à tous, que l'ordre soit exécuté via un marché réglementé, un MTF ou un système d'internalisation. De l'autre, la transparence *pre-trade* où un certain nombre d'acteurs, suivis en cela par les services de la Commission, mettait en

avant qu'il n'était pas possible d'imposer aux systèmes d'internalisation les mêmes règles que celles prévues pour les marchés réglementés et les MTFs.

Or, qu'est la transparence *pre-trade* sinon l'élément essentiel fondant la capacité des investisseurs et des intermédiaires qui les accompagnent à se faire une opinion en mesurant les potentialités de prix qui existent dans le marché, et corrélativement à déterminer les endroits où existent ces meilleures potentialités ? Et comment imaginer que des règles différentes, et surtout plus faibles, pourraient s'appliquer aux systèmes d'internalisation ? Le prévoir, c'est autoriser que se créent dans le marché, des poches de liquidité échappant à la connaissance générale et accessibles seulement à quelques *happy few*, bénéficiaires ainsi d'une information supplémentaire par rapport à celles dont

« *La transparence pre-trade des systèmes d'internalisation est un sujet qui désormais ne peut plus être occulté.* »

disposent les autres investisseurs. Au-delà même de la rupture d'égalité d'accès à l'information qui pourtant mériterait que l'on s'y attarde, c'est sans doute enclencher un mouvement pernicieux dans lequel l'internalisation des ordres contribuera à l'élargissement de la fourchette des marchés réglementés et des MTFs qui, corrélativement, rendront plus aisés et avantageux les processus d'internalisation... À terme, c'est donc bien l'efficacité du marché qui est en jeu, et fondamentalement sa capacité à contribuer au financement de l'économie européenne.

La mobilisation de la place financière française, toutes catégories confondues autour de cette question centrale, a entraîné le résultat que l'on connaît : une réorientation sensible, extraordinaire pour certains, des propositions de la Commission sur la question de la transparence *pre-trade*.

Il ne peut être dénié que cette réorientation n'a pas encore permis de trouver une voie de solution sans défaut. Des réflexions complémentaires sont né-

cessaires. Elle manifeste toutefois que la transparence *pre-trade* des systèmes d'internalisation est un sujet qui désormais ne peut plus être occulté.

Plus de transparence *pre-trade* pour réduire les besoins de *best execution*

Dès lors que la *best execution* n'est pas un élément de l'efficacité du marché, il est intéressant de s'interroger pour déterminer si l'existence de marchés efficaces n'est pas de nature à réduire le besoin de protection de l'investisseur que traduit la *best execution*.

Cette voie suscite d'autant plus l'intérêt que l'intermédiaire financier ne peut qu'être effrayé par la complexité et l'imprécision de cette règle dont on voit mal comment sa mise en œuvre en l'état ne pourrait pas s'accompagner d'une hausse substantielle des coûts liés aux activités d'intermédiation.

C'est en effet une règle complexe à apprécier. Soulignons qu'elle impose aux intermédiaires financiers de procéder, lors de la passation de chaque ordre, à une analyse multicritères pour déterminer, par rapport aux intentions du client, le meilleur lieu d'exécution. Or, dans cette analyse, la place accordée à la subjectivité est telle que l'intermédiaire ne pourra jamais avoir l'assurance d'avoir convenablement interprété les intentions de son client, surtout dans un environnement où le plus souvent la rapidité d'exécution de l'ordre prime. Mais c'est en même temps une règle qui reste insuffisante à ce stade, puisqu'elle devrait même être rendue encore plus complexe : il apparaît par exemple paradoxal que, parmi les critères de la *best execution*, ne figure pas la sécurité de la transaction, c'est-à-dire la plus ou moins grande certitude que peut avoir le client quant à l'entrée en possession effective du produit de sa transaction.

Mais c'est aussi une règle à la portée imprécise. S'agit-il d'avoir accès à l'ensemble des prix disponibles sur une valeur donnée ou seulement à un éventail de ceux-ci ? Et dans ce dernier cas, comment déterminer cet éventail ? Sur ce point, le texte actuel est particulièrement ambigu, étant d'ailleurs observé que rien ne permet à ce stade de considérer que l'obligation de *best execution* pourrait être limitée aux seuls prix disponibles à l'intérieur de la Communauté européenne.

De cette complexité et de cette portée imprécise, il découle que c'est une règle qui accroît naturellement les potentialités de litige avec un risque non négligeable pour l'intermédiaire de n'être pas en mesure de faire valoir qu'il a bien respecté ses obligations. Cette difficulté est particulièrement aiguë dans les environnements comme la France où il n'existe pas de tradition juridique en matière de *best execution*. Il est alors à craindre que l'interprétation de cette règle varie en fonction de la sensibilité personnelle de celui qui en est chargé (autorité de tutelle ou juge). Il est aussi et surtout à craindre que les zones de flou bénéficient plus souvent au client qu'à l'intermédiaire.

C'est finalement une protection coûteuse. Pour minorer autant que faire se peut les risques de litiges et surtout préconstituer la preuve du respect de leur obligation de *best execution*, les intermédiaires vont être conduits à mettre en place des procédures administratives et des dispositifs techniques lourds, dont le coût devra bien au final être supporté par le client.

De telles contraintes ne sont-elles pas disproportionnées par rapport aux bénéfices qui sont attendus de la *best execution* ? La question mérite d'autant plus d'être posée qu'il s'agit en réalité d'une protection limitée. Connaître les prix disponibles, et avoir ainsi la possibilité d'arbitrer pour déterminer le système d'exécution vers lequel sera dirigé l'ordre, ne constitue aucunement l'assurance que ce prix sera effectivement obtenu. Les délais de transmission des ordres, comme les règles de priorité d'exécution qui existent sur les systèmes fonctionnant selon un principe de confrontation des ordres, interdisent toute certitude en la matière.

Dans ce contexte, il ne peut faire de doute que l'existence de marchés efficaces, c'est-à-dire ayant la capacité à fournir des référentiels de prix significatifs aux investisseurs, doit être de nature à permettre certains allègements de la règle de *best execution* telle que définie aujourd'hui.

Trois voies à suivre

La première consiste à réduire les difficultés d'appréciation de la *best execution* en circonscrivant ses critères aux trois seuls facteurs qui importent véritablement au client :

- le prix net de la transaction, c'est-à-dire le prix auquel est effectuée l'opération moins les éventuels frais et commissions prélevés par l'intermédiaire;
- la rapidité d'exécution de l'ordre;
- la sécurité, c'est-à-dire la plus ou moins grande certitude que peut avoir le client quant à l'entrée en possession effective du produit de sa transaction.

La deuxième voie consiste à réduire les risques de contestation a posteriori sans véritable justification, en limitant le bénéfice de la *best execution* aux seuls clients qui ont manifestement besoin de cette protection, c'est-à-dire les non professionnels. Définir juridiquement une règle de *best execution*, n'a en effet pas de sens pour des clients professionnels qui définissent, en liaison avec leurs intermédiaires, les conditions d'exécution de

leurs ordres, disposent de tous les éléments leur permettant de jauger en temps réel de la qualité des exécutions et ont toujours la possibilité en cas d'insatisfaction, d'appliquer une rétorsion immédiate en dirigeant leurs flux d'ordres vers un autre intermédiaire.

La troisième et dernière voie consiste à permettre la définition contractuelle du champ d'application de la *best execution*, en laissant la possibilité à l'intermédiaire de déterminer avec son client le ou les lieux d'exécution par rapport auxquels il s'engage à une obligation de *best execution*. Seront ainsi délimités sans ambiguïté pour l'intermédiaire, les systèmes par rapport auxquels il accepte de rechercher pour son client la meilleure exécution. Corrélativement, il sera permis à chaque client de dimen-

sionner l'obligation de *best execution* à ses attentes et besoins, et d'ajuster ainsi plus précisément les coûts qu'il entend supporter.

Approfondir la réflexion

La réflexion doit maintenant être approfondie. Que ce soit en matière de transparence *pre-trade*, de *best execution* ou des autres dispositions de la directive qui, sans soulever de difficultés centrales, demandent toutefois à être soigneusement soupesées pour assurer leur caractère opérationnel. Les mois qui viennent doivent en être l'occasion dans le cadre du processus institutionnel qui associe le Parlement européen, le Conseil et la Commission. Cela nécessite la mobilisation de tous les acteurs concernés. ●