

L'INTERNALISATION DES ORDRES : UN CONCEPT ENCORE FLOU



**Bertrand
Bréhier**

Juriste financier
direction juridique
Société
Générale

Les contours du concept d'internalisation, introduit par la nouvelle directive MIF, restent encore difficiles à cerner : faut-il notamment y inclure le matching des ordres ?

La coexistence de différents lieux d'exécution des ordres : voici ce que permettra directive Marchés d'instruments financiers du 21 avril 2004, par l'abolition du principe de concentration. La distinction binaire marchés réglementés/marchés de gré à gré, instaurée par la directive sur les services d'investissements de 1993, cède la place à un droit financier plus nuancé puisque désormais il existera davantage de lieux de négociations. En effet, entre ces deux issues, les investisseurs pourront, à l'avenir, négocier leurs instruments financiers soit sur des systèmes multilatéraux de négociation, soit dans des systèmes d'internalisation des ordres (encadré 1).

AVANTAGES ET RISQUES DE L'INTERNALISATION

On peut attendre de ces systèmes d'internalisation des avantages, mais aussi des risques. Les premiers portent sur l'économie de coûts. De prime abord, le but et le credo affichés par les autorités européennes sont de renforcer la concurrence entre les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes internes, afin que cette mise en concurrence aboutisse à une baisse des commissions facturées aux clients. Le deuxième avantage de ces nouveaux lieux d'exécution des ordres consiste en une amélioration des services ren-

dus aux clients. En effet, le deuxième but attendu de l'internalisation des ordres est d'offrir un apport de liquidité au traitement des ordres de la clientèle. Notons que si le premier aspect concerne plutôt la clientèle *retail*, le second s'adresse davantage aux ordres des institutionnels. Enfin, l'internalisation permet une meilleure concurrence entre les intermédiaires français et étrangers et ce, particulièrement pour les intermédiaires français, qui joueront désormais à armes égales avec leurs concurrents.

Quels risques peut-on redouter de la mise en place de systèmes d'internalisation ? Outre le risque, pour les intermédiaires désireux de mettre en place de tels systèmes, que les bénéfices attendus ne permettent pas de couvrir les coûts de mise en place (développements informatiques, etc.), on pourrait à l'avenir assister à une fragmentation des ordres sur les différentes places de marché, laquelle pourrait conduire à une diminution qualitative du processus de formation du prix des instruments financiers. Pour parer ce risque, la directive MIF ainsi que les projets de mesures d'application (dites de niveau 2) ont renforcé considérablement les obligations pesant sur les intermédiaires : un principe de meilleure exécution, d'une part, et des obligations renforcées de transparence, d'autre part.

L'obligation de meilleure exécution étant déjà largement commentée, nous n'aborderons dans le présent article que les obligations de transparence, ce qui suppose au préalable de bien cerner les contours de l'internalisation.

■ Les contours du concept d'internalisation des ordres

La directive ne fournit pas de définition générale de ce qu'est l'internalisation, de telle sorte qu'il est difficile de savoir précisément ce que recouvre cette notion. Elle inclut, de façon certaine, l'activité de contrepartie qui est celle de l'internalisateur systématique. Mais la vraie question que les professionnels se posent depuis de nombreux mois est celle de savoir si cette notion couvre également le rapprochement (*matching*) des ordres des clients.



PAS DE DÉFINITION GÉNÉRALE DE L'INTERNALISATION

La directive donne une définition "en creux" de l'internalisation, par opposition aux marchés réglementés et aux MTF. Ces derniers sont des systèmes multilatéraux tandis que l'internalisation est un système bilatéral. Ainsi, les marchés réglementés et les MTF permettent la rencontre, en leur sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers. Il résulte de cette confrontation d'intérêts contraires la conclusion d'opérations et la formation d'un prix. Il y a peu de différences entre ces deux infrastructures de marché, si ce n'est la qualité de l'exploitant et la fonction d'admission à la cotation (importante notamment au regard de l'appel public à l'épargne).

Le considérant 6 de la directive, qui a vocation à définir l'internalisation, exclut des notions de marchés réglementés et de MTF "les systèmes bilatéraux dans le cadre desquels une entreprise d'investissement intervient, pour chaque négociation, pour compte propre, sans assumer de risque, entre l'acheteur et le vendeur". Ce considérant n'est pas d'une grande clarté. Il paraît, en outre, pour le moins contradictoire d'affirmer qu'un prestataire agissant pour son compte propre n'assume pas de risque sachant que dans une telle situation, l'intermédiaire encourt, dans certains cas, un risque de contrepartie et, dans d'autres, un risque de marché.

L'INTERNALISATION INCLUT AVEC CERTITUDE L'ACTIVITÉ DE CONTREPARTIE

Conformément à la définition donnée par la directive MIF, un internalisateur systématique est défini comme une entreprise d'investissement (en droit français, on parlerait plutôt de prestataire de services d'investissement) qui, "de façon organisée, fréquente et systématique, négocie pour compte propre en exécutant les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF". Un service est considéré, selon le projet de règlement de niveau 2, comme "organisé, fréquent et systématique" s'il remplit les critères suivants :

- l'activité joue un rôle commercial important pour l'entreprise et elle est menée conformément à des règles et procédures non discrétionnaires ;
- l'activité est exercée par le biais d'un personnel ou d'un système technique automatisé spécialement assigné à cette tâche, que ce personnel ou ce système soit ou non affecté exclusivement à celle-ci ;
- l'activité est proposée au client de façon régulière et continue.

À l'inverse, l'activité n'est pas considérée comme telle lorsqu'elle est exercée sur une base bilatérale, ad hoc et irrégulière avec des contreparties de gros et qu'elle s'inscrit dans un courant d'affaires caractérisé par des transactions supérieures à la taille normale de marché.

1. SUPPRESSION DE LA CONCENTRATION DES ORDRES

Une révolution qui doit être relativisée

- La révolution que constitue la suppression du principe de concentration des ordres doit, être relativisée : d'une part, elle ne concerne en réalité que les marchés actions, puisque les marchés d'instruments financiers à terme, de même que les marchés obligataires sont, dès aujourd'hui, essentiellement des marchés de gré à gré (nonobstant l'existence de marchés réglementés, tels que le MATIF et le MONEP, pour les instruments financiers à terme ou de systèmes multilatéraux de négociation, tels que MTS, Centradia, Tradeweb pour les instruments de dette); d'autre part, s'agissant des marchés actions, le droit actuel connaît déjà, même si elles sont strictement encadrées, des dérogations à l'obligation de concentration et permet la réalisation de transactions de gré à gré (opérations de bloc, transactions complexes...); enfin, la réglementation de l'entreprise de marché Euronext reconnaît d'ores et déjà la possibilité de réaliser, sous certaines conditions (de prix notamment) des opérations en dehors du carnet d'ordres central, principalement les applications et les opérations de contrepartie.

L'INTERNALISATION INCLUT-ELLE LE "MATCHING" DES ORDRES DES CLIENTS ?

La directive semble prévoir (le *matching* d'ordres) de façon incidente. La notion d'internalisation est, selon nous, plus large que celle donnée par la définition de l'internalisation systématique. Elle devrait englober également tout système organisé, mis en place par un prestataire de services d'investissement (PSI), de manière purement interne, visant à rapprocher les ordres de sa clientèle pour les exécuter. Cette seconde activité n'entre pas – de toute évidence – dans la définition de l'internalisation systématique pour la simple et bonne raison que le prestataire n'agit pas pour compte propre. Il se contente de confronter les ordres de ses clients, sans interposer son propre bilan. Certes, cette activité n'est pas visée expressément par la directive, mais celle-ci y fait toutefois référence en ce qui concerne l'obligation de déclarer les transactions conclues (obligation de transparence post-trade).

En effet, selon l'article 28 de la directive, sont soumises à cette obligation de reporting "les entreprises d'investissement qui concluent des transactions portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé, soit pour compte propre soit au nom de clients, en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF". La mention "soit pour compte propre" semble concerner l'internalisateur systématique, qui exécute les ordres en se mettant en face à face ; la mention "soit au nom de clients" semble viser l'internalisateur qui exécute les ordres de ses clients en les rapprochant et en les compensant au prix du marché central. En outre, le projet de règlement de niveau 2 prévoit expressément le cas de deux transactions "matchées"

« Le but et le credo affichés par les autorités européennes sont de renforcer la concurrence entre les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes internes. »

2. TRANSPARENCE POST-NÉGOCIATION

Le contenu des informations à communiquer

<p>■ Les mesures de niveau 2 détaillent le contenu des informations à communiquer ; il s'agit notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> – du jour de négociation au cours duquel la transaction a été exécutée ; – de l'heure à laquelle la 	<ul style="list-style-type: none"> transaction a été exécutée ; – de l'identification de l'instrument (soit un code d'identification unique déterminé par l'autorité compétente) ; – du prix unitaire (hors commission et intérêts courus) ; 	<ul style="list-style-type: none"> – de la quantité (le nombre d'unités des instruments financiers) ; – de l'identification du lieu d'exécution (pour les internalisateurs systématiques, ils peuvent, sous certaines conditions, utiliser le sigle SI).
--	---	--

dans son article 26 -4 relatif à la transparence post-négociations. Cet article 26-4 vise les transactions exécutées en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF. Il est indiqué dans son alinéa 3: "the parties shall take all reasonable steps to ensure that the transaction is made public as a single transaction. For those purposes two matching trades entered at the same time and price with a single party interposed shall be considered to be a single transaction".

Nous citons la version anglaise à dessein car la version française est particulièrement défailante puisqu'elle dit : "A cet effet, deux opérations appariées passant par une même contrepartie sont considérées comme constituant une transaction unique". En effet, s'il s'agit d'ordres appariés, le PSI n'agit pas comme contrepartie mais comme simple intermédiaire. Le PSI agit seulement comme contrepartie lorsqu'il met son compte propre en face de l'ordre du client, mais dans ce cas, il n'y a pas d'appariement. En revanche, le terme anglais "party interposed" est suffisamment large et générique, selon nous, pour viser un PSI agissant comme intermédiaire.

On peut relever que le *matching* des ordres était expressément visé par la Commission européenne dans les travaux préparatoires. Il est en effet écrit dans le mémorandum explicatif de la Commission européenne, daté de novembre 2002, que les intérêts du client doivent passer avant ceux des intermédiaires lorsque ceux-ci exécutent les ordres dans des systèmes d'internalisation, que ce soit par confrontation avec leurs propres positions de compte propre ou avec les ordres d'autres clients. Sans ambiguïté, la Commission européenne, qui était à l'initiative de la proposition de directive, envisageait bel et bien les deux modes d'internalisation. Certains, toutefois, ont pu estimer que la création d'un

système interne ayant pour objet de regrouper les ordres des clients, en les exécutant au prix du marché central, et de reverser le solde compensé de ces ordres sur le marché central (sans se porter contrepartie) correspondait à un système multilatéral de négociation. Une telle affirmation nous semble contestable car, à la différence du MTF, dans l'internalisation par *matching*, le rapprochement des ordres des clients ne participe pas à la formation du prix ; celui-ci est importé du marché central. C'est la raison pour laquelle, à la différence de l'internalisateur systématique qui propose un prix (devant refléter les conditions du marché central, dans une certaine fourchette), l'internalisateur qui se contente de rapprocher les ordres des clients au prix du marché central ne devrait pas – en principe – être soumis à l'obligation de transparence pré-négociation.

■ Les obligations de transparence

Le but des obligations de transparence, mises en place par la directive MIF, est d'assurer une information adéquate des investisseurs du niveau réel et potentiel des transactions sur un titre admis aux négociations sur un marché réglementé. Lesdites transactions pouvant se dérouler sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation, un système d'internalisation ou en dehors de ces lieux d'exécution. En d'autres termes, la transparence permet à chaque investisseur de déterminer à quel prix il pourra conclure sa transaction sur instruments financiers, en fonction des transactions déjà conclues (*transparence post-trade*) et des transactions qui peuvent potentiellement être conclues (*transparence pre-trade*). Cependant, la directive reconnaît qu'il existe des circonstances dans lesquelles des dérogations sont nécessaires, notamment pour les obligations de transparence pré-négociation ou encore que des délais supplémentaires relatifs à la transparence post-négociation doivent pouvoir être accordées.

UNE OBLIGATION DE TRANSPARENCE PRÉ-NÉGOCIATION

Sans entrer trop avant dans le détail de mesures denses et complexes, il convient de retenir pour l'essentiel que les internalisateurs systématiques en actions sont tenus :

■ de publier un prix ferme en ce qui concerne les actions admises à la négociation sur un marché réglementé pour lesquels ils sont internalisateurs systématiques et pour lesquels il existe un marché liquide ;



■ d'exécuter les ordres de leurs clients au prix affiché au moment de la réception de l'ordre avec, pour les clients professionnels seulement, la possibilité d'améliorer le prix initialement proposé.

Les points suivants méritent d'être soulignés : l'obligation de transparence pré-négociation ne s'applique qu'aux internalisateurs systématiques qui effectuent des transactions ne dépassant pas la "taille normale de marché" ; cette notion étant précisée dans le projet de règlement de niveau 2. Pour les titres illiquides, les internalisateurs ne révèlent leurs prix aux clients que sur demande de leur part. Il doit également être noté que :

- le prix affiché doit refléter les conditions de marché prévalant pour le titre en cause ;
- les internalisateurs systématiques doivent rendre leurs prix publics de façon régulière et continue pendant les heures normales de négociation ;
- les internalisateurs doivent être en mesure de mettre à jour leurs prix à tout moment et de les retirer en cas de circonstances exceptionnelles ;
- la publication des prix doit être faite de telle manière qu'ils soient facilement accessibles à d'autres participants de marché et à des conditions commerciales raisonnables.

LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE POST-NÉGOCIATION

La transparence post-négociation est particulièrement importante car c'est sur cette base que les régulateurs pourront déterminer si les ordres des clients ont été exécutés au mieux de leurs intérêts ; en d'autres termes, de savoir si les prestataires ont bien rempli leur obligation de *best execution*.

3. TRANSPARENCE POST-TRADE

Le différé de publication

■ Le différé de publication des informations varie en fonction de cette classification et de la taille des transactions.

Il peut atteindre selon les cas :

- 60 minutes ;
- 180 minutes ;
- jusqu'à la fin de la journée de négociation (ou jusqu'à midi de la

journée de négociation suivante si la transaction est réalisée dans les deux dernières heures de négociation)

- soit jusqu'à la fin de la journée qui suit celle de la transaction ;
- soit enfin jusqu'à la fin de la deuxième journée de négociation qui suit celle de la transaction).

La directive MIF prévoit que les PSI qui concluent des transactions portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé, soit pour compte propre, soit au nom de clients, en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, doivent rendre public le volume, le prix et l'heure de ces transactions. Ces informations (encadré 2) doivent être rendues publiques, dans la mesure du possible, en temps réel, à des conditions commerciales raisonnables et sous une forme aisément accessibles aux autres participants de marché. Le projet de règlement prévoit que ces informations doivent être rendues publiques, soit pour chaque transaction, soit sous une forme agrégée, en indiquant dans ce cas le volume et le prix de toutes les transactions portant sur la même action exécutées simultanément.

À l'instar des marchés réglementés et des MTF, les internalisateurs peuvent être autorisés à différer la publication des opérations, en particulier pour les transactions dont la taille est élevée par rapport à la taille normale de marché. Pour déterminer quelles sont les actions susceptibles de faire l'objet d'un différé de publication, celles-ci sont classées en fonction de leur volume d'échanges quotidiens moyen (encadré 3).

LES MESURES DE NIVEAU 2 EN COURS DE FINALISATION

Sur le sujet de l'internalisation, comme sur beaucoup d'autres (règles de commercialisation, conflits d'intérêts, *best execution*, liste des instruments financiers...), il y a beaucoup à attendre des mesures d'application qui seront prises par la Commission européenne (mesures de niveau 2). Celles-ci sont en phase de finalisation (plusieurs projets ont été soumis aux professionnels, en février, en avril puis, tout récemment, début juin). Elles devraient en principe être adoptées d'ici la fin de l'été. Viendront ensuite les mesures de niveau 3 (règles de transposition dans les États membres) qui devront intervenir, en principe, d'ici l'automne pour une transposition effective au 1^{er} février 2007. Les prestataires, quant à eux, devront être prêts pour le mois d'octobre 2007. L'heure du repos, pour les juristes financiers comme pour les personnes au sein des établissements chargées de la mise en musique de ces mesures, n'a donc pas encore sonné. ■

“La transparence post-négociation est particulièrement importante car c'est sur cette base que les régulateurs pourront déterminer si les ordres des clients ont été exécutés au mieux de leurs intérêts.”