

Discussion générale*

Concernant les économies permises par les systèmes de négociation électroniques, Ian Domowitz souligne que, même si l'on prend en compte la difficulté de la transaction, ces économies demeurent et peuvent être décomposées. Si l'on compare la rapidité d'exécution des ordres traités par Archipelago et le parquet de la Bourse de New York, on constate qu'à peu près 90 % des ordres transmis à Archipelago sont exécutés en moins de deux secondes, alors que moins de 34 % des ordres acheminés à la Bourse de New York le sont en l'espace de 15 secondes. Les marchés électroniques assureraient donc une exécution plus rapide des ordres que les marchés à la criée.

Domowitz estime qu'il pourrait être approprié de réglementer les marchés financiers pour ce qui touche divers domaines d'intérêt public, par exemple le risque de fraude et la responsabilité fiduciaire, mais non de réglementer la structure du marché. Comme il l'affirme dans son étude, le marché s'organisera de façon concurrentielle, et une réglementation est appropriée surtout lorsqu'on observe une forme quelconque de défaillance du marché. Il faudrait savoir si une telle défaillance est possible sur le plan structurel. D'après Domowitz, ce genre de défaillance est impossible aux États-Unis, et probablement aussi au Canada. Dans la mesure où elle est effectivement mise en pratique, la « réintermédiation » est en train d'accroître la transparence pour différents types de transactions, et le marché ne peut qu'en bénéficier. Domowitz suggère de définir l'exécution optimale du point de vue du client, au lieu de l'envisager par rapport à une référence qui serait

* Le présent sommaire a été rédigé par Michael King.

appropriée pour un type de clientèle, mais pas forcément pour tous les clients.

En ce qui concerne les liens entre marchés et les dispositifs connexes, et compte tenu, tout particulièrement, du nouveau règlement sur les systèmes de négociation parallèles qui est en train de se mettre en place, l'étude de Domowitz indique aussi qu'il n'est pas nécessaire d'imposer des regroupements. Toujours d'après Domowitz, le marché va s'en occuper — plus le marché de la technologie sera large, plus celui des services d'exécution le sera aussi — parce que le processus de réintermédiation est lucratif. Ce phénomène a déjà été observé aux États-Unis et il se répète aujourd'hui en Europe. Domowitz ne voit pas pourquoi il n'en irait pas de même au Canada.

Randall Powley fait remarquer que la réintermédiation suppose une rémunération. Il demande à Domowitz si cela est le fruit d'un processus évolutif naturel. Il signale que des structures relativement complexes sont en place en matière de rémunération, notamment au niveau institutionnel, et qu'elles pourraient être liées au manque de pénétration à la Bourse de New York. Powley demande si cela pose problème.

Domowitz répond que certains types de rémunération commencent déjà à changer, par exemple avec le passage au système décimal aux États-Unis. Tout le monde sait que les teneurs de marché n'ont pas eu la partie facile au Nasdaq; certains ont même frôlé la faillite. Il semblerait donc que la structure de rémunération actuelle, qui consiste essentiellement à ne pas exiger de commission explicite mais à prélever sa rémunération sur l'écart de cours, ne donne plus de bons résultats. Pas plus que n'en donnent les arrangements en vertu desquels les courtiers sont payés pour acheminer les ordres des clients. Par conséquent, ce genre de structure de rémunération est en train de disparaître rapidement, et l'on commence à voir au Nasdaq la facturation de commissions explicites. Domowitz estime qu'il s'agit là d'un bon exemple d'évolution naturelle et ne voit rien à redire à l'une ou l'autre de ces tendances.

Domowitz demande à Powley s'il fait allusion au cas où les courtiers exigent une commission pour certains types de services, en faisant cadeau de la technologie et, d'une certaine façon, en ne facturant pas explicitement certaines choses¹.

Powley demande à son tour si une entreprise peut réussir à s'implanter dans le secteur des services non rémunérés explicitement.

1. N.D.T. : Cet emploi du courtage pour le paiement de certains services est désigné en anglais sous le nom de *softing*.

Domowitz répond que les services non rémunérés explicitement comprennent essentiellement des activités de recherche fondamentale menées par des tiers sur des entreprises de référence. Il admet que des ordinateurs ou d'autres choses du genre sont donnés, et que l'emploi du courtage camoufle certains coûts du point de vue des clients finaux des fonds de placement institutionnels, c'est-à-dire les investisseurs particuliers qui règlent leurs achats d'actions par chèque. Dans l'ensemble, cependant, il ne lui semble pas que cette forme de réintermédiation accroisse l'emploi du courtage pour le paiement de certains services.

Powley interroge Domowitz sur le manque de pénétration des réseaux de communication électroniques à la Bourse de New York. Domowitz ne croit pas que l'affaire soit aussi complexe qu'on l'a soutenu le matin. Selon lui, il est à peu près impossible de départager les systèmes électroniques et les parquets boursiers sur le plan de la qualité du marché. Ce sont des systèmes différents, qui possèdent des avantages différents. Il souligne que la Bourse de New York est un mécanisme d'échange remarquablement bon marché compte tenu du service offert, et il n'entrevoit pas sa disparition à brève échéance. Étant donné qu'il s'agit d'un service bon marché et que la liquidité y est très centralisée, la pénétration (mesurée en parts de marché) s'y fait nécessairement plus lentement que ce qu'on observerait dans une structure de marché déjà décentralisée telle que le Nasdaq, où il n'y a pas de mécanisme central de négociation et où les coûts sont en moyenne extrêmement élevés. Il ajoute que, même si Instinet existe depuis très longtemps (en principe depuis 1969) et constitue un réseau de communication électronique depuis 1986, les réseaux de ce genre n'ont réellement fait une entrée en force, avec les règles de traitement des ordres, qu'en 1997.

Domowitz explique que ces réseaux essayaient de s'implanter sur un marché relativement coûteux au moyen d'un produit très bon marché, ce qui était assez facile. Ils ont connu une réussite remarquable si l'on tient compte de tout le chemin parcouru en si peu de temps, et certains d'entre eux — tout particulièrement Archipelago, qui vient d'être agréé par une bourse de valeurs aux États-Unis — veulent s'implanter sur le marché des titres cotés. Il signale qu'il s'agissait de la première incursion claire sur ce marché. Par conséquent, on ne dispose pas d'une période d'observation suffisante pour tirer des conclusions et prédire l'évolution future. Il ajoute que la Bourse de New York fournit un service à bon marché. La liquidité y est concentrée, et il sera plus difficile d'y réussir. Même si Domowitz est le dernier à prétendre que les marchés électroniques balayeront tout sur leur passage, il reconnaît que la venue d'un fournisseur à meilleur marché qui répercute ses économies sur ses clients et d'un groupe d'intermédiaires qui peut soutenir ces structures de marché provoquera des changements.

Asani Sarkar demande à Domowitz comment il conçoit le rôle des systèmes de négociation électroniques où les clients entrent directement en interaction. Il lui a semblé que l'étude de ce dernier reposait implicitement sur l'idée que les systèmes de ce genre joueraient un rôle très limité à l'avenir.

Domowitz pense effectivement que leur rôle sera limité. Il ne croit pas que la seule question en cause soit celle des capitaux. Il ne doute pas que la fonction de tenue de marché puisse être assurée très efficacement au moyen de systèmes électroniques; ça se fait dans le monde entier, et les teneurs de marché peuvent très bien recourir à des systèmes électroniques qui donnent à la clientèle de détail un accès direct. Mais pourquoi cela ne se produira-t-il pas? Il s'agit d'un problème de confiance. Par exemple, e-Bay est merveilleux, mais irait-on conclure une opération portant sur plusieurs milliers d'actions avec quelqu'un en se fiant uniquement à sa cote de crédit selon e-Bay? Probablement pas. De plus, Domowitz doute que les organismes de réglementation autorisent la transaction.

Domowitz conclut que l'exploitant de tout système électronique traitant des transactions entre investisseurs particuliers sans l'intermédiation d'un courtier d'un genre quelconque devra avoir les reins solides sur le plan financier. Le système devrait être doté d'un mécanisme qui automatise, en fait, la bonne foi ainsi que la responsabilité que le courtier assume en s'engageant à exécuter un ordre. Domowitz ajoute qu'Instinet a investi pas mal d'argent (on parle de sommes de l'ordre de 40 millions de dollars) dans un projet de ce genre et, à ce qu'il sache, celui-ci a été abandonné. Il s'agit d'un problème très difficile à résoudre parce qu'il dépasse le cadre d'exécution des ordres et qu'il faudrait une véritable automatisation du système de compensation et de règlement depuis le moment où le client signe sa formule d'adhésion jusqu'à la fin. Cela ne pose pas de problème dans le cas des institutions, pour qui le recours aux marchés électroniques est chose courante.