

# Analyse



Plates-formes en  
ligne : le risque  
d'exécution

2012

Réseau Financement  
Alternatif

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION  
WALLONIE-BRUXELLES



Certains  
ont perdu  
de l'argent  
lors de  
l'introduction de  
Facebook à  
cause de  
problèmes  
techniques

*Depuis plusieurs années, de nombreuses plates-formes sont disponibles sur internet pour permettre aux investisseurs d'accéder en ligne aux marchés. Plus besoin de prendre son téléphone pour appeler son banquier et lui transmettre des ordres de vente ou d'achat ; presque toutes les opérations peuvent être réalisées via un site web, voire une application pour téléphone mobile.*

*Quels sont les risques liés à l'exécution des ordres en ligne, et quels recours pour les investisseurs ?*

## Les ratés de Facebook

La question qui nous intéresse dans cette analyse est de comprendre les risques d'exécution des ordres boursiers en ligne. Nous illustrerons par l'entrée en Bourse de Facebook qui a mis en lumière certains problèmes techniques.

Le 18 mai 2012, ce n'est pas moins de 421 millions d'actions, au prix de 38 dollars la pièce et pour une valeur totale de 84 à 104 milliards de dollars qui ont été mises sur le marché par la firme. Cette entrée en Bourse est à peine comparable à celle de Google en 2004, qui mettait alors ses actions sur le marché pour une valeur totale de "seulement" 23 milliards de dollars. Facebook a choisi la plate-forme boursière Nasdaq OMX pour la vente de ses actions. Chaque candidat investisseur souhaitant acheter des actions de cette compagnie devait donc le faire soit sur la plate-forme, soit via la place boursière Nasdaq, située à New York.

Cette extraordinaire entrée en Bourse a malheureusement généré deux catégories de perdants : d'une part, ceux qui ont spéculé sur une hausse du cours de l'action qui ne s'est finalement pas réalisée et, d'autre part, ceux qui voulaient faire des transactions sur les actions Facebook mais qui n'ont simplement pas pu réaliser leurs achats et ventes en raison de problèmes techniques liés à l'utilisation de la plate-forme boursière par internet.

La valeur du titre connut une chute faramineuse dès les premières minutes de sa cotation, suivie d'une reprise dans les heures qui suivirent pour finalement faire émerger une tendance à la baisse qui se confirma dans les jours et les mois suivants. Bien que la variabilité de l'action Facebook en à peine trois mois puisse être particulièrement intéressante à analyser, nous n'en parlerons pas dans cette analyse et **nous nous concentrerons sur les problèmes techniques rencontrés le jour de la mise en vente de l'action<sup>1</sup>.**

---

<sup>1</sup> Un nombre important de plaintes sont déposées à l'encontre de Facebook et Morgan Chase, la banque responsable de l'estimation de la valeur de l'entreprise et de ses actions. Il semblerait que les pronostics de profits futurs aient été revus à la baisse pendant les jours qui ont précédés l'entrée en Bourse de Facebook



Ce sont plus de 100 millions d'actions qui se sont échangées dans les premières minutes de l'entrée en Bourse de Facebook amenant à de sévères retards dans la cotation du titre. Il semblerait que ceci ait eu des conséquences importantes sur la valeur du titre.

Qu'est-ce qui peut empêcher des investisseurs d'acheter ou de vendre des actions sur une plate-forme en ligne ? Quels sont les recours possibles pour les investisseurs ? Et plus particulièrement, quels ont été ceux intentés par les investisseurs contre la plate-forme Nasdaq OMX ?

## De quels risques parle-t-on ? À quoi les investisseurs en ligne doivent-ils être attentifs ?

### 1 Information disponible

En ligne ou sur l'application mobile, l'information donnée n'est pas complète car le potentiel d'affichage est limité. De plus, c'est le gestionnaire de la plate-forme qui partage l'information destinée aux investisseurs. Cette information ne doit absolument pas être considérée comme un conseil, une recommandation ou un encouragement particulier destiné à influencer les choix des investisseurs. La plupart des opérateurs boursiers sur internet mentionnent clairement sur leur site qu'ils s'exonèrent de toute responsabilité quant aux investissements réalisés par leurs clients<sup>2</sup>.

L'investisseur doit être mis en garde face à ces nouveaux modes d'investissement en ligne. En effet, tout est fait pour l'inciter à faire des échanges dans des délais incroyablement faibles. Cependant, il faut rester particulièrement attentif à l'information sur laquelle les investissements se basent car rien ne garantit que l'information fournie par les gestionnaires des plates-formes soit à jour et non erronée. Dans le cas où elle ne serait pas mise à jour par la plate-forme, aucun recours ne pourra être formulé à l'encontre de cette dernière, celle-ci n'ayant pas le devoir ni la vocation de fournir de l'information correcte<sup>3</sup>. Par exemple, les écrans de

---

mais que la banque n'ait averti que les investisseurs principaux. La baisse des profits potentiels s'expliquerait par de plus faibles profits issus de la publicité, absente pour les utilisateurs qui utilisent des appareils mobiles.

2 Comme il peut être vu en bas de page sur le site de Financial Pacific, les gestionnaires ne se portent pas garants des investissements réalisés par leurs clients sur base de l'information qui leur a été communiquée sur la plate-forme. Disponible sur internet <<http://www.investingpacific.com/wealth-management/philosophy>>, consulté le 20/08/2012.

3 Nous pouvons dès lors nous poser la question du conflit d'intérêts qui peut exister lorsque les responsables des plates-formes sont à la fois partie prenante en se positionnant comme contrepartie. Dans ce cas, le gestionnaire de la plate-forme se positionne comme acheteur et vendeur potentiel de tout ordre passé par les

*Les risques d'exécution se rapportent aux problèmes techniques liés à internet et à une information lacunaire ou obsolète.*



petites tailles tels que ceux présents sur les smartphones et les tablettes graphiques n'affichent qu'une quantité réduite d'informations en comparaison aux nombreux écrans sur lesquels travaillent un trader professionnel.

Une idée serait de se rendre sur plusieurs plates-formes au moment de réaliser les investissements afin de pouvoir comparer les informations et de disposer d'une information complète. Mais ces mesures ne sont pas suffisantes. Bien qu'investir en Bourse via des plates-formes et des appareils mobiles paraisse extrêmement simple et rapide, le risque de marché (lié à la valeur des produits financiers) n'en demeure pas plus faible.

L'investissement en Bourse nécessite tout de même de prendre des précautions et de s'intéresser de près à la valeur des produits en suivant l'actualité financière<sup>4</sup> :

- des entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé. Ceci peut être fait en consultant les informations publiées par l'entreprise comme les rapports d'activités, les comptes annuels, les communiqués de presse et les prévisions.
- de l'évolution du secteur dans lequel l'investissement est réalisé.
- de l'évolution de l'économie en général.

## 2 Variation du prix d'échange

Il se peut, lors d'opérations d'achat ou de vente en ligne d'actions ou d'obligations, qu'il y ait une différence entre le prix affiché au moment de la prise de décision d'achat et celui de son exécution. Ceci est particulièrement vrai pour des produits financiers ayant une forte volatilité, de même lors d'annonces économiques ayant des effets particulièrement importants. Il est donc parfois extrêmement difficile pour le broker ou le gestionnaire de la plate-forme d'exécuter les ordres des clients au prix demandé.

Une technique dite de "slippage" est toutefois offerte par certains sites et permet aux investisseurs de définir une fourchette de variation maximale des prix. Par exemple, un slippage de valeur zéro signifie que l'investisseur ne souhaite qu'acheter au prix stipulé. Si une variation même minime est observée, l'achat ou la vente n'aura pas lieu.

---

utilisateurs. Par cette opération, les ordres ne se compensent plus entre eux directement.

4 Les investisseurs utilisent régulièrement l'analyse technique (liée essentiellement à l'analyse graphique des cours de Bourse) et l'analyse fondamentale (liée à l'étude de tous les facteurs macro-économiques et politiques pouvant influencer l'économie d'un pays et prédire le cours d'un produit financier).



### 3 Retard d'exécution lié au "Ping"

Le Ping définit le temps que met un serveur internet pour répondre à une requête. En finance, il sert à fournir une information sur la latence<sup>5</sup> qui existe entre un ordinateur (fixe ou mobile) et une plate-forme en ligne sur laquelle s'échangent des produits financiers. La latence va être influencée par plusieurs facteurs tels que votre ordinateur, le type de connexion (avec ou sans fil), la rapidité de la connexion (haut ou bas débit). Si la connexion internet est lente, il est possible que le prix d'un produit financier change entre le moment où vous voyez l'information sur votre écran et celui où vous passez réellement votre commande. Afin de contourner ce problème, certaines plates-formes permettent aux utilisateurs de tester leur Ping afin de déterminer si le moment est opportun pour échanger des titres.

### 4 Réinitialisation d'un ordre

Lorsque la volatilité sur les marchés est importante et qu'il y a un grand nombre de transactions à effectuer, il se peut qu'il soit difficile pour la plate-forme de gérer les achats et les ventes des clients "au meilleur prix".

Compte tenu de cela, les ordres peuvent être réinitialisés jusqu'à ce qu'ils soient exécutés, quitte à ce qu'ils ne le soient pas si le prix du titre a changé. L'investisseur qui joue sur des valeurs dont la volatilité est élevée et dont la valeur des titres fluctue beaucoup, pourra s'orienter vers des plates-formes qui proposent la réinitialisation des ordres boursiers. Ainsi, il ne sera pas obligé de suivre l'évolution des valeurs qui l'intéressent, mais laissera la plate-forme entièrement gérer ses positions – plate-forme qui réinitialisera les transactions si elles n'ont pas été effectuées au prix demandé.

### 5 Mise en attente (lié au gros volume d'échange)

Habituellement, les ordres traités par les plates-formes s'exécutent automatiquement mais il se peut que, lors d'annonces économiques importantes, les gros volumes de titres échangés saturer les marchés et créent des files d'attente dans les ordres à effectuer. Cette situation peut occasionner des délais dans la communication des confirmations des banques par lesquelles passent ces transactions. Dans ce cas, l'investisseur ne recevra de confirmation de son opération qu'après un certain laps de temps. L'opération sera généralement réalisée, le retard étant dû à l'important trafic sur internet.

---

5 La latence est le délai entre l'envoi d'une commande par l'investisseur sur la plate-forme et la réception du résultat par ce dernier.



Il n'y a malheureusement pas de solution à ce problème de saturation des marchés. Les gros investisseurs détiennent cette capacité de pouvoir exécuter des milliers voire des millions d'ordres boursiers en même temps. Cette faculté d'investir de manière massive peut entacher la possibilité pour les autres investisseurs d'avoir accès au marché et créer des externalités négatives<sup>6</sup> pour certains utilisateurs.

Lors de l'entrée en Bourse de Facebook, par exemple, UBS avait passé un ordre d'achat auprès de Nasdaq OMX pour un volume d'un million de titres. En l'absence de confirmation, la banque d'investissement a plusieurs fois renouvelé son ordre d'achat et s'est finalement retrouvée avec beaucoup plus d'actions qu'elle ne le souhaitait initialement<sup>7</sup>.

## 6 Les indicateurs donnés sont basés sur un flux d'informations continu ("news feeds") et sujets à de possibles interruptions.

Chaque plate-forme met à la disposition de ses clients toute une série d'informations relatives aux produits d'investissements qu'elle propose. Ces informations concernent aussi bien les indicateurs économiques macro-économiques (tels que le taux de croissance du PIB, les taux d'intérêt, de chômage...) et micro-économiques (tels que des graphiques montrant l'évolution des valeurs boursières, les résultats des entreprises, etc.). Les informations sont contenues dans des flux d'informations continus provenant des institutions qui les publient (notamment les banques, les institutions financières et les instituts de recherche...). Ces flux en ligne peuvent être interrompus en raison de problèmes techniques (liés à internet ou non), et les prix affichés pourraient être différents des prix en cours.

Les brokers des différentes plates-formes n'ont d'autre choix que de "suggérer" à leurs clients de ne pas trader lorsque ce genre d'événements se produit. Cette suggestion se justifie par le fait que l'information qui sert de base à l'investissement n'est pas du tout mise à jour<sup>8</sup>. Bien entendu, un investisseur qui possède ses propres

---

6 Une externalité désigne « le fait que l'activité de production ou de consommation d'un agent affecte le bien-être d'un autre sans qu'aucun des deux ne reçoive ou paye une compensation pour cet effet. Une externalité présente ainsi deux traits caractéristiques. D'une part, elle concerne un effet secondaire, une retombée extérieure d'une activité principale de production ou de consommation. D'autre part, l'interaction entre l'émetteur et le récepteur de cet effet ne s'accompagne d'aucune contrepartie marchande ». Définition trouvée sur <<http://www.universalis.fr/encyclopedie/externalite-economie/>>, consulté le 26/10/2012.

7 Information trouvée sur LeMonde.fr <[http://www.lemonde.fr/technologies/article/2012/06/08/facebook-en-bourse-ubs-aurait-perdu-350-millions-de-dollars\\_1715482\\_651865.html?xtmc=ubs&xtcr=27](http://www.lemonde.fr/technologies/article/2012/06/08/facebook-en-bourse-ubs-aurait-perdu-350-millions-de-dollars_1715482_651865.html?xtmc=ubs&xtcr=27)>, consulté le 20/08/2012.

8 À nouveau, rien n'oblige les gestionnaires de la plate-forme d'avertir leurs utilisateurs des problèmes techniques éventuels. Bien entendu, si elles désirent garder leurs clients, elles feraient bien d'agir dans ce sens.



méthodes pour recueillir l'information pourra éventuellement choisir de passer des ordres d'achat et de vente car la plate-forme continue à fonctionner même lorsque les “news feed” ne sont plus actifs.

Comme nous pouvons le constater, les problèmes liés à l'exécution des ordres sont nombreux et il est primordial d'informer les consommateurs/investisseurs des risques encourus, dans la mesure où ceux-ci ne sont pas du tout liés aux fluctuations de la valeur du titre (qui incorporent les enjeux véritables de l'investissement) mais bien à des problèmes de nature externe au marché. Certaines plates-formes se déchargent du risque d'exécution et remettent pleinement la responsabilité sur les investisseurs, alors que ceux-ci considèrent parfois la plate-forme comme responsable des pertes subies, comme ce fut le cas lors de l'entrée en Bourse de Facebook.

Quelle est la part de responsabilité de la plate-forme et qu'existe-t-il comme recours pour des investisseurs qui s'estimeraient lésés ?

## Quels recours possibles ?

Au vu des nombreux problèmes techniques rencontrés par les opérateurs du marché lors de l'entrée en Bourse de Facebook et des millions de dollars qu'ils réclament à Nasdaq OMX pour les pertes subies (ou, devrait-on dire, “les gains potentiels non réalisés”), on peut s'interroger sur l'efficacité de ces nombreuses plates-formes en ligne et de la sécurité apportée aux investisseurs.

Les quatre teneurs de marché lors de l'entrée en Bourse Facebook étaient UBS, Knight Capital, Citade Securities et Automated trading Desk de Citigroupe. Le journal LeMonde.fr recense des pertes avoisinant les 35 à 40 millions pour Knight Capital et Citade alors qu'UBS aurait perdu potentiellement la somme de 350 millions de dollars. Les gestionnaires de la plate-forme prétendent avoir résolu les problèmes techniques rencontrés et avoir mis “de côté” un fonds d'indemnisation, de seulement 40 millions, censé dédommager les pertes occasionnées par les investisseurs (soit une somme inférieure aux pertes subies par Knight Capital).

Certains considèrent qu'il n'est pas normal que ces pertes soient couvertes car les investisseurs n'avaient pas à soumettre autant de transactions en un coup et qu'il est normal que cette situation se soit produite. D'autres penseront que le fait que Nasdaq OMX ait mis sur pied un fonds d'indemnisation est une démarche importante, même si cela ne couvre pas les pertes subies par les investisseurs. C'est le cas de la firme suisse UBS, qui estime toutefois que la faute revient à Nasdaq OMX et que le fonds mis en place est dérisoire par rapport aux pertes subies. La plainte déposée par UBS



auprès de la Commission américaine des opérations de Bourse (SEC) et les recours collectifs entamés par plusieurs investisseurs nous informeront sur les responsabilités de chacune des parties prenantes.

Malheureusement, les recours collectifs en justice ne sont pas encore applicables en Belgique. Des actions comme celles intentées aux États-Unis contre Nasdaq OMX ne sont donc pas d'application pour nos concitoyens lésés par ce genre de situation<sup>9</sup>. Ils sont donc contraints de se retourner contre Nasdaq OMX en saisissant individuellement la justice belge, ce qui comporte beaucoup de désavantages, notamment des frais de contentieux élevés dus à la longueur des procédures.

Le recours collectif est une option qui permettrait une meilleure protection des consommateurs et le Réseau Financement Alternatif ainsi que treize associations ont envoyé une lettre ouverte à la Commission européenne afin de lui demander d'agir sur la mise en place d'un réel recours collectif au niveau européen<sup>10</sup>. Malheureusement, la loi concernant le recours collectif n'est toujours pas entrée en vigueur.

## Conclusion

Le trading en ligne sur des plates-formes n'en est qu'à ses débuts. Les risques de marché (liés aux variations de la valeur d'un titre) et les risques opérationnels (Ping, problème de connexion internet...) sont à prendre en compte lors de transactions financières sur internet. Ces risques opérationnels modifient le véritable risque encouru lors d'une opération d'achat ou de vente en Bourse. Il est donc particulièrement important de mettre des règles strictes quant à l'information fournie par les brokers en ligne ainsi que des règles de transparence. Même si la directive MiFID fournit une réponse partielle à ces problèmes, beaucoup de choses doivent encore être modifiées afin de permettre une véritable protection du consommateur et une transparence dans les échanges.

En l'absence de tels garde-fous, les particuliers qui souhaitent utiliser des plates-formes de trading en ligne pour acheter ou vendre des actions doivent être bien informés et particulièrement attentifs aux risques auxquels ils s'exposent et aux préjudices qu'ils pourraient subir.

---

9 De plus amples informations sur les avancées en termes de recours collectifs peuvent être trouvées dans une analyse de Bayot, B., *L'Action collective*, disponible sur <<http://www.financite.be/s-in-former/bibliotheque.fr.11.3.2.1.3580.html>>, consultée le 20/09/2012.

10 Document disponible sur <<http://www.financite.be/gallery/documents/communiques-de-presse/2011/letter-to-ms-reding.pdf>>, consulté le 20/09/2012.



Par ailleurs, il est primordial qu'un cadre légal régie au niveau belge et européen la procédure du recours collectif, ce qui fournirait aux consommateurs et aux investisseurs les moyens de se retourner de manière collective contre une plate-forme défaillante pour obtenir réparation sur les éventuels préjudices subis.

*Antoine Fain*  
*Septembre 2012*

*Retrouvez toutes  
nos analyses sur  
[www.financite.be](http://www.financite.be)*