

# Les enjeux technologiques au cœur du processus de convergence des places boursières

Pierre Monteillard  
Associé  
Eurogroup

Les «clients» des places boursières ne veulent plus de frontières. Ils voient la bourse comme un méga-réseau électronique fonctionnant en temps réel et 24 heures sur 24. Même si la réalité est autre aujourd'hui, la technologie peut et doit contribuer à donner corps à cette future organisation.

■ Ceux qui voient les activités boursières comme un segment de l'industrie des technologies de l'information, ne sont pas étonnés de trouver l'enjeu technologique au centre des enjeux tout court des places boursières. Ils pourraient tout au plus s'étonner de ne pas voir davantage de professionnels de l'informatique à ce stade dans les projets stratégiques de consolidation des bourses.

Que vaut aujourd'hui une bourse en effet, en dehors de sa capacité à drainer, à traiter – de façon de plus en plus standardisée – et à diffuser des informations ? La liquidité du marché est-elle en passe de devenir une résultante de cette capacité technologique et d'échanges d'informations ? Pour certains, la technologie a un peu pris le pas sur la compétence des professionnels.

Même si une telle appréciation est naturellement très exagérée, il est incontestable que la technologie s'impose de plus en plus comme un attribut stratégique déterminant des marchés boursiers.

Cette évolution a été d'ailleurs bien anticipée en France au cours des dernières années. L'avance technologique de notre pays, réelle en effet, au-delà de la fierté des professionnels qui y ont contribué, constitue un atout maître dans notre capacité à sortir par le haut du processus de consolidation.

## La technologie est au cœur des besoins des clients

Les «clients» des places boursières sont principalement les investisseurs (particuliers et institutionnels) et les émetteurs. Leurs attentes sont assez convergentes.

Ces attentes dépassent d'ailleurs de très loin les seules opérations de bourse réalisées sur le marché secondaire. Elles portent aussi sur le traitement des opérations titres (opérations sur OTC, transferts, IPOs, souscriptions d'OPC, émissions sur le marché primaire...) et sur l'administration du portefeuille titres (paiement des coupons, reporting fiscal...) et des titres émis.

La plus grande partie des attentes des clients relève de trois besoins fondamentaux, qui traduisent les trois axes d'investissement dans la technologie boursière :

- **Une plus grande interactivité et une meilleure accessibilité, grâce à la généralisation du temps réel et des processus STP au sein d'horaires élargis**

Avec une cotation en continu en voie de généralisation, les bourses développées répondent déjà assez bien à cet objectif. En revanche, les intermédiaires entre la bourse et l'investisseur ont encore beaucoup à faire pour que le temps réel efface complètement les traitements *batch* dans les procédures employées entre les professionnels, et au sein même de leurs systèmes d'information.

Aiguillonnés notamment par le développement des *brokers on line*, les intermédiaires travaillent activement à mettre en œuvre des améliorations à leurs systèmes dans ce domaine : passation d'ordres de bourse vers les marchés étrangers sans rupture et 24 heures sur 24, comptabilisation au fil de l'eau des opérations sur les portefeuilles des clients, réalisation des confirmations et règlements de ces opérations à J+1...

- **Une simplification et meilleure sûreté, grâce à la standardisation des informations échangées et des règles de fonctionnement**

C'est la priorité que les clients expriment vis-à-vis des bourses. Il y a aujourd'hui en effet autant de standards que de marchés : qu'il s'agisse des points d'accès au marché, des médias et protocoles de routage d'ordres, des codifications de valeurs, de la formation des cours, de l'ensemble des règles de marché et post-marché...

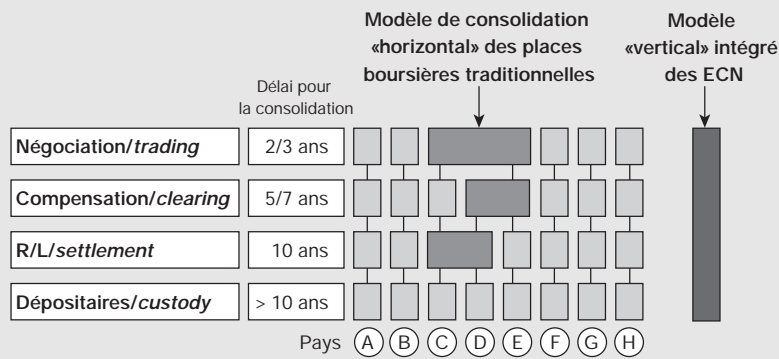
Quand les professionnels ont du mal à s'y retrouver, et pestent contre le surcoût administratif généré par de telles différences, et contre les risques causés par les places les moins sécurisées, que dire des particuliers !

Le «multi-tout» qui est la réponse actuelle de la technologie ne règle pas les problèmes, et n'est donc pas pleinement satisfaisant. Les entreprises de marchés et les professionnels ont compris depuis longtemps que la guerre des standards était déterminante, et que celui qui imposerait ses standards, s'imposerait probablement avec ses solutions technologiques. Les législateurs et les régulateurs pourraient utilement se saisir de cette définition de standards, pour peu qu'ils en soient capables dans un contexte mondialisé et libéralisé.

- **Une baisse des coûts, grâce à l'intégration des fonctions et à la réduction des intermédiaires**

Avec internet, les clients ont pris goût à un accès facile et permanent aux marchés boursiers. Les nouveaux amateurs du Nasdaq ont pu constater mal-

## Un processus de convergence vertical et horizontal



gré tout une différence de service et de coût, selon qu'il s'agit de leur marché domestique ou de marchés étrangers.

Il est avéré en effet que le coût d'un ordre de bourse, comme de toutes les autres opérations titres, est directement fonction du nombre d'intermédiaires nécessaires à son exécution.

Ainsi, pour qu'un ordre soit exécuté de bout en bout sur une bourse étrangère, il faut aujourd'hui faire in-

*«Un point d'accès unique à la négociation ne laisserait sans doute que peu de place aux ECN et autres global brokers.»*

tervenir au moins un ou deux réseaux de communication tels que Swift, un ou deux brokers, deux ou trois banques, une bourse, une chambre de compensation, une ou deux centrales de règlement-livraison, un ou deux dépositaires centraux de titres... et éventuellement ajouter un agent de transfert dans le cas où les titres sont nominatifs !

L'enjeu technologique majeur lié à la consolidation des places boursières se situe là : dans la capacité à proposer des solutions et des systèmes intégrés. Dans cette chaîne, les clients sont appelés à concurrencer leurs fournisseurs, et inversement.

La technologie doit permettre de faire émerger des acteurs globaux, qui

offrent un service direct aux clients financiers et qui assurent le *netting* des opérations 24 heures sur 24. C'est là notamment que se situe le pari des ECN.

### La technologie est déterminante dans le processus de consolidation

Pour répondre aux aspirations de leurs clients, et capter les parts de marchés, les places boursières doivent donc disposer de systèmes temps réel sécurisés, basés sur les meilleurs standards, et permettant à l'ensemble des acteurs (intermédiaires, banques, investisseurs...) de «produire» des opérations à très bas prix.

La technologie représente une condition nécessaire, mais qui n'est pas suffisante au succès d'une bourse, d'une part parce qu'il faut disposer d'une énorme taille critique, gage de la liquidité du marché, d'autre part parce qu'il faut donner aux clients le marché paneuropéen intégré qu'ils réclament.

Ce sont ces objectifs qui conduisent les bourses à se rapprocher les unes des autres et qui sont à l'origine de l'émergence des ECN et des *global brokers*, dont l'ambition est de concurrencer les bourses traditionnelles.

La place de Paris – dont le sort est désormais lié à celles de Bruxelles et Amsterdam – dispose d'une technologie de très bonne qualité : NSC pour la cotation, C21 pour la compensation, RGV/TBF pour les règlements-livraisons de titres... En matière de standards, elle a su anticiper très habilement sur des standards qui se sont imposés jusque-là.

C'est le cas avec le modèle de marché dirigé par les ordres et la cotation électronique en continu.

C'est le cas aussi en matière de

back-office avec la dématérialisation des titres, leur circulation par voie scripturale, et la mise au point de système de règlement sécurisé selon les nouveaux standards européens.

Malgré ses nombreux atouts et comme ses homologues, le nouvel Euronext ne répond toutefois pas à la demande pressante d'un point d'accès unique à l'ensemble des valeurs, et de règles de marché et post-marché réellement simplifiées. C'est là le «bug» identifié par les promoteurs des ECN dans le processus de consolidation des bourses traditionnelles : ce processus ne paraît ni assez rapide, ni conduire vers une organisation technologique suffisamment intégrée.

Les rapprochements des bourses traditionnelles concernant la négociation. D'autres opérateurs ont vocation à émerger pour la compensation. D'autres acteurs encore pour le règlement-livraison et la conservation de titres.

Au total, et compte tenu des adhésions nationales de toutes natures, de très nombreuses années (*schéma*) paraissent nécessaires pour atteindre le marché intégré attendu.

### • Le pari technologique de la consolidation verticale contre le modèle de la consolidation horizontale : ou le pari des ECN contre des bourses traditionnelles

Pour réussir à imposer une bourse concurrente aux bourses traditionnelles, les ECN se concentrent sur la construction de solutions technologiques intégrées et globales. Leur opportunité de développement réside dans l'éclatement actuel – tant horizontal que vertical – des places boursières traditionnelles.

Les ingrédients obligés pour les ECN : une grande vitesse de mise en œuvre des solutions, une couverture paneuropéenne (voire mondiale) concentrée et limitée aux principales valeurs, une solution intégrée (ou modulaire pour les clients qui le souhaitent) basée sur un maximum de *netting* et un modèle de négociation en contrepartie.

L'avantage potentiel des ECN face aux places boursières traditionnelles doit se situer dans la simplicité de traitement pour les flux d'ordres *cross border*. Si le développement de ces flux devait poursuivre sa progression, et que les ECN réussissent à mettre en œuvre rapidement les solutions annoncées, ils peu-

vent avoir effectivement un bel avenir dans les prochaines années.

• **La mise en commun ou l'interconnexion des systèmes de cotation : le chemin privilégié pour les bourses traditionnelles**

Les arguments d'économie d'échelle et de baisse des coûts qui accompagnent ou sont supposés justifier les rapprochements de bourses paraissent bien peu consistants. En effet, on ne peut pas confondre l'interconnexion ou l'unification des systèmes de cotation avec l'intégration opérationnelle des places boursières attendue par les acteurs professionnels.

C'est dans les activités de *clearing*, de *settlement* et de *custody* que se jouent la vitesse et la portée économique effective du processus de consolidation des bourses traditionnelles en Europe pour les professionnels.

Les systèmes d'information en Europe seront profondément remodelés en fonction des évolutions qui interviendront dans ces couches basses. Mais avant cela, il faudra que les législateurs, les administrations fiscales et les régulateurs aient beaucoup progressé dans l'harmonisation du droit européen applicable aux activités boursières. Ce n'est pas pour demain.

Concernant les seuls systèmes de cotation, l'actualité récente montre combien les bourses ont du mal à se mettre d'accord sur le système à retenir dans le cadre des rapprochements projetés. C'est assurément la confirmation du caractère stratégique de la technologie dans l'activité d'un marché boursier.

S'il ne fallait plus attendre que deux à trois ans pour aboutir à un point d'accès unique à la négociation (interconnexion des marchés), on pourrait être favorablement impressionné, et ce point d'accès ne laisserait sans doute que peu de place aux ECN et autres *global brokers*.

La vitesse de mise en œuvre des évolutions est désormais le premier facteur clé de succès des places boursières. Dans ce contexte, il n'y a pas beaucoup d'espoir pour ceux qui devront bâtir complément de nouveaux outils technologiques. De la pertinence des modèles et des standards retenus dépendra l'adhésion des opérateurs. Dans ce domaine mieux vaut ne pas être classé dans la catégorie des suiveurs. ●