

# SYSTÈMES D'INFORMATION : LES ÉCHÉANCES TECHNOLOGIQUES



**Dominique  
Herrou**

Senior manager,  
services financiers  
CSC

La MiFID suscite des interrogations sur la conduite à tenir face à ce nouveau contexte.

Les impacts sont-ils réels ?

Qui est concerné ? L'organisation des marchés en sera-t-elle bouleversée ?...

À quelques mois de la transposition de la directive MIF en droit national, prévue pour février 2007, l'ensemble des acteurs (entreprises d'investissement, établissements de crédit et sociétés de gestion) peinent à prendre l'entière mesure d'une réglementation, présentée pourtant par beaucoup comme

l'un des changements législatifs les plus importants observé dans les services financiers depuis dix ans.

Pour cela, les thèmes d'étude d'impact de la MiFID s'articulent généralement autour de trois axes :

– l'organisation de la *compliance* et la relation client, qui touchent tous les acteurs, quels que soient leur métier et la stratégie choisie ;

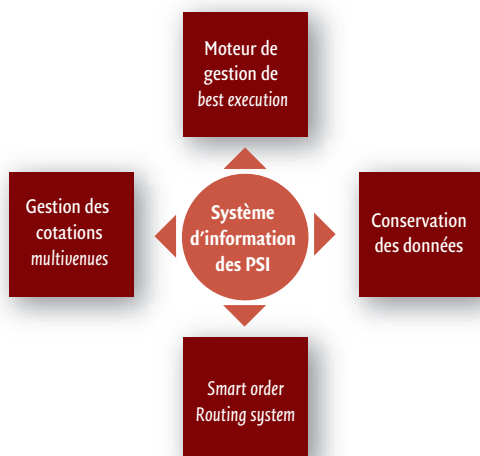
– la libéralisation des canaux d'exécution (*venues*), par l'introduction en France de deux nouveaux concurrents – ou compléments – des marchés réglementés : l'internalisation systématique, et le *Multi-Trading Facility (MTF)*, – en contrepartie, une protection renforcée de l'investisseur : *best execution, suitability/appropriateness* et transparence de marché.

## LES CONSÉQUENCES INÉLUCTABLES

Concernant l'organisation de la *compliance*, où la MiFID souhaite avant tout harmoniser les pratiques nationales existantes, les impacts sont peu nombreux, tant la réglementation française (CRBF 97-02 modifié et règlement général AMF) couvre déjà ces aspects. Il faut noter, tout de même, l'obligation de tenir formellement un registre des plaintes exprimées par les clients, ainsi qu'un degré de précision plus fin sur le contrôle des contrats d'externalisation.

Le thème de la relation client impose, quant à lui, de gérer de nouvelles informations dans toute communication avec le client. Outre l'information sur la politique d'exécution de l'établissement, les documents devront inclure des précisions sur les systèmes d'exécution sélectionnés, sur le détail des frais ainsi que sur les éventuels conflits d'intérêts. Les nouvelles conventions de compte devront être adaptées en conséquence, tandis que les conventions existantes pourraient bénéficier d'une clause "grand-père" (clause de droits acquis). En amont des systèmes de passage d'ordre des *brokers* et des récepteurs-transmetteurs d'ordre (RTO), les matrices de règle de conduite (*suitability/appropriateness*) pourront piloter des alertes, voire des blocages, sans obligatoire-

### 1. LES QUATRE IMPACTS MAJEURS SUR LES SI



## Les facteurs clés du succès ?

Étudier l'histoire – récente – du développement des ECN (Electronic Communication Network) aux États-Unis permet de déterminer les leviers de la réussite pour la création de MTF en Europe :

■ **La politique de développement du marché réglementé de référence.** Le NASDAQ s'étant ouvert aux ECN, ceux-ci représentent aujourd'hui 50% du marché, alors que les ECN ne représentent que 5% du NYSE volontiers protectionniste.

■ **La réglementation qui encadre leur exercice :** taille des fourchettes, transparence, etc.

■ **L'extension des horaires de cotation,** pour compléter les services du marché de référence et permettre l'accès à d'autres types d'investisseurs.

■ **L'offre produits :** les ECN européens ont des offres produits distinctes des marchés de référence, et peuvent même être promus par ces mêmes marchés : MTS pour l'obligataire, Alternext pour les

*small/mid caps.*

■ **Les aspects technologiques,** dont la souplesse, l'ergonomie, la rapidité et la facilité d'accès pour les participants.

■ **La conjoncture,** qui fut l'une des explications de l'échec de Web 18 : 22 en France à partir de 2000.

■ **La croissance externe et la diversification**

■ **La participation des plus grands acteurs privés,** soit en tant qu'actionnaires, soit en tant qu'animateur du marché.

ment de lien automatisé. Enfin, l'éditique (*reporting client*) sera fortement impactée puisque, d'une part, les avis d'opéré devront indiquer l'heure et le mode d'exécution et, d'autre part, les relevés de portefeuille (en gestion sous mandat uniquement) comporteront la performance et l'explicitation de l'ensemble des coûts.

## QUELS IMPACTS SUR LE SYSTÈME D'INFORMATION DES PSI ?

Afin de tirer parti des opportunités de la MiFID, les prestataires de services d'investissement (PSI) devront gérer quatre nouveaux processus (*encadré 1*).

■ **L'agrégation des flux de cotation multivenue.** Face à la fragmentation de la liquidité et à la décentralisation de l'information financière induite qui demeure une crainte majeure pour le buy side, nombreux sont les acteurs informatiques qui se positionnent sur le marché de l'agrégation des flux de cotation, qui doit permettre un accès "clé en main". La concurrence à laquelle se livrent les éditeurs d'OMS (*object management system*, type GL Trade), les infrastructures de marché (type Euro-next), les diffuseurs de flux (type Reuters) et les fournisseurs de réseaux (type BT Radianz) devrait aboutir à des solutions dont nul aujourd'hui ne peut dire si elles conduiront à un renchérissement ou non de l'accès à l'information. La vente de flux pourrait également représenter un revenu marginal pour les plus gros internalisateurs systématiques.

■ **Le moteur de gestion de la best execution.** Pour répondre aux exigences de la *best execution*, les prestataires en services d'investissement (PSI) matérialiseront leur politique d'exécution dans une table de paramétrage

contenant les critères permettant de définir la meilleure exécution possible pour le client au sens de la MiFID. Cette table mêlera des données variables (telles que les flux de cotation des différents venues) à des données fixes (telles que la probabilité d'exécution ou de règlement, les coûts complets, etc.) afin de déterminer le meilleur scénario d'exécution pour le client, préalablement au routage de l'ordre sur le venue sélectionné.

■ **Le Smart Order Routing System.** En fonction du scénario retenu, le PSI générera le routage vers plusieurs modes d'exécution possibles : l'internalisation par *matching* des ordres clients (le moins coûteux), le *market making* (pour l'internalisateur systématique interne), les marchés réglementés (déjà accessibles aujourd'hui), les MTF (avec quel standard d'accès ?), ainsi que les multiples internalisateurs systématiques (offrant des prix pour la valeur sélectionnée). La complexité de la gestion de la *best execution* prend ici tout son sens, et pourrait inciter à la sous-traitance de ce processus.

■ **La conservation des données.** Un client pouvant réclamer la preuve de la *best execution* sur une transaction exécutée, le PSI devra s'assurer de sa capacité (ou celle de son fournisseur) à restituer cette information avec une profondeur de cinq ans, et avec une facilité d'accès à son entrepôt de données. La finesse de ces restitutions (historiques des cours des différents venues à l'heure d'exécution ?) nécessite encore des précisions. Enfin, les systèmes *back-office* seront impactés principalement sur le référentiel clients (nouvelle classification, matrice des règles de conduite), le référentiel valeurs (listage multivenue), la facturation (différente selon le venue), les chaînes de règlement-livraison (si les nouveaux venues empruntent de nouveaux canaux) et éventuellement les schémas comptables (notamment en cas d'internalisation par *matching* des ordres clients).

## QUEL PAYSAGE DES MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS POUR DEMAIN ?

Bien malin qui saurait prédire l'organisation des marchés financiers européens dans cinq années. On peut toutefois s'autoriser à imaginer quelques scénarios : une captation des opportunités de business par un acteur étranger devant l'attentisme de la place européenne, un MTF regroupant les 400 valeurs européennes les plus liquides, une atomisation des internalisateurs systématiques indépendants d'un MTF, des internalisateurs participants au MTF (modèle anglo-saxon), un MTF retail (*matching* des ordres clients) client d'un MTF wholesale (*smart order*, *market makers*), un venue pour les valeurs liquides à côté d'un venue pour les *small/mid caps*, un type de venue pour les particuliers et un autre pour les institutionnels.

Et si la MiFID n'avait finalement pour conséquence, à terme, qu'un marché réglementé unique en Europe ? ■

“La concurrence que se livrent les éditeurs d'OMS, les infrastructures de marché, les diffuseurs de flux et les fournisseurs de réseaux devrait aboutir à des solutions dont nul ne peut dire s'il conduira à un renchérissement ou non de l'accès à l'information.”