

La DSI autorise l'internalisation



JEAN-CHRISTOPHE DURAND

Project manager

Smart Trade Technologies

Après quatre années de pourparlers, l'Union européenne vient de finaliser la nouvelle Directive sur les services d'investissement. Celle-ci est considérée comme une avancée majeure pour l'unification des systèmes de place en Europe.

LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE SUR les services d'investissement (DSI) vise à accorder la réglementation avec la réalité actuelle des marchés financiers où un nombre croissant de transactions est exécuté par les Systèmes alternatifs de trading (SAT), ou bien sont internalisées par les banques en dehors de la juridiction des marchés réglementés.

Cette nouvelle proposition, approuvée et publiée fin mars 2004 par le Parlement et les gouvernements européens, autorise les fournisseurs de liquidité tels que les banques, à internaliser une partie de leur flux de transactions. L'internalisation consiste à apparier des ordres de clients en interne, alors qu'il était jusqu'à présent obligatoire de les trans-

mettre au marché interbancaire pour réaliser la transaction. Cette mesure est considérée, avec un ensemble d'autres mesures, comme une avancée majeure vers le marché européen unifié et les règles

communes qui l'encadrent. À part le Royaume-Uni et l'Allemagne, les banques n'étaient pas autorisées jusqu'à présent à internaliser leurs flux *retail*, même à de meilleures conditions que celles proposées par les marchés réglementés. L'ambition de la nouvelle DSI

est de fournir un cadre réglementaire permettant aux institutions financières de « prématcher » leurs flux *retail* sur tous les marchés européens.

DES RÈGLES BIEN DÉFINIES

En ce qui concerne la prétransaction et la post-transaction, l'enjeu de la DSI est de trouver le juste niveau de transparence nécessaire à la formation équitable des prix et à la création de conditions de concurrence loyale entre les différents systèmes d'exécution, que ce soit les marchés réglementés, les plateformes multilatérales de transaction, ou les systèmes d'internalisation. Ce principe de transparence bénéficiera à l'ensemble des acteurs des marchés financiers – du plus petit au plus grand – en leur garantissant une concurrence ordonnée et une efficacité optimale du marché. C'est au titre de ce principe qu'un certain nombre de conditions ont été définies pour l'internaliseur. Ainsi, pour la prétransaction, il est obligatoire d'afficher une fourchette de pré négociation en dessous d'une certaine taille moyenne d'ordre (SMS = *Standard market size* = moyenne arithmétique des montants des transactions effectuées pour une valeur donnée sur le marché européen). En ce qui concerne les ordres non matchés en interne, ceux-ci doivent être automatiquement transmis aux marchés réglementés afin de ne pas en-

“L'internalisation consiste à apparier des ordres de clients en interne alors qu'il était jusqu'à présent obligatoire de les transmettre au marché interbancaire.”

traver le processus de formation des cours. Pour la post-transaction, au-delà de la taille moyenne d'ordre (SMS), l'internalisateur est libre d'afficher ses fourchettes de pré-négociation, mais il a l'obligation de publier les transactions réalisées (prix et quantités).

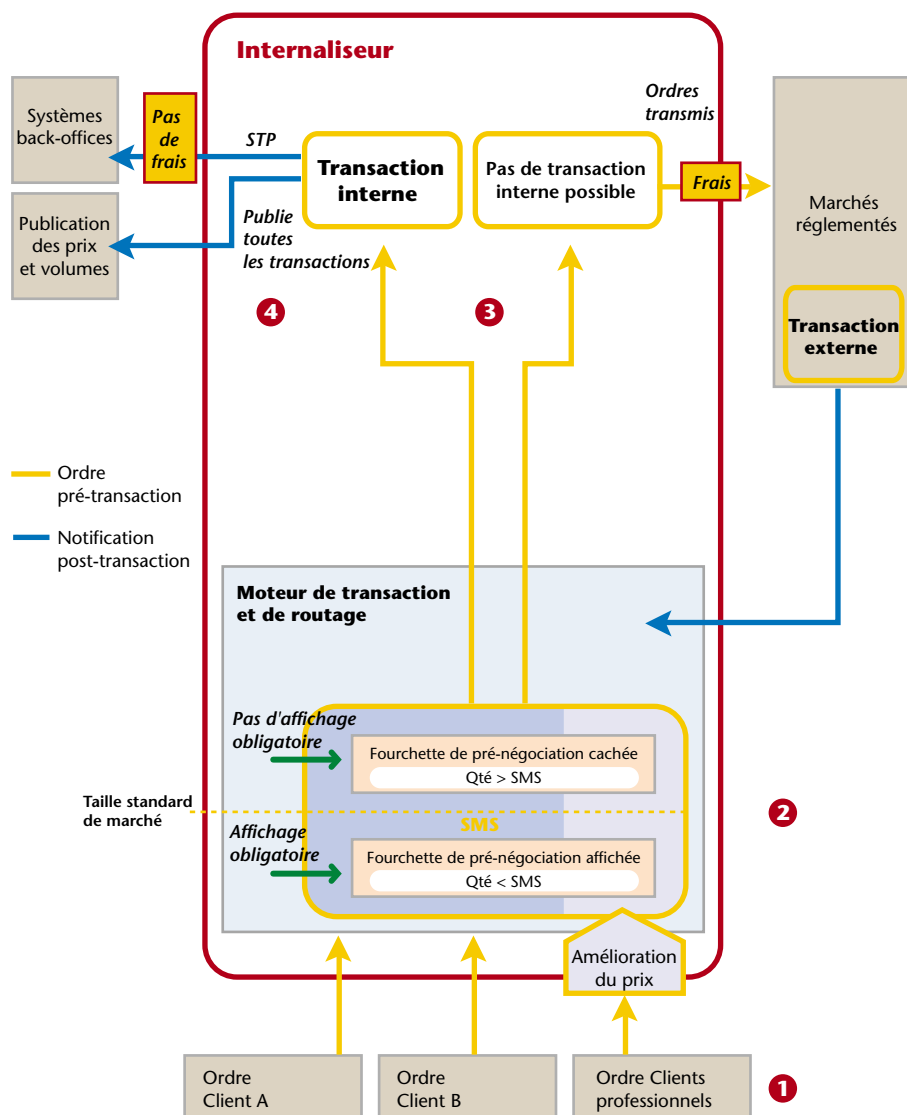
En ce qui concerne l'exécution « au mieux », celle-ci est considérée comme une obligation absolue pour les régulateurs. Tout ordre doit être exécuté de la meilleure manière possible au bénéfice de l'investisseur. L'internalisateur doit être capable de prouver cela à tout moment aux régulateurs. Pour l'amélioration du prix, l'internalisateur peut proposer de meilleurs prix à certains clients seulement si ces derniers sont des clients professionnels. La publication préalable des limites de l'amélioration de prix est obligatoire.

Enfin, pour l'information, dans un souci d'harmonisation européenne et afin d'éviter toute distorsion de la concurrence, la DSI renforce le principe de transparence avec la diffusion de l'information. Ainsi, l'internalisateur doit rendre public, dans les meilleurs délais, les transactions internalisées. De même, les investisseurs doivent être informés que leurs ordres peuvent être internalisés dans leur banque.

LES AVANTAGES DE L'INTERNALISATION

Les bénéfices tirés par les banques qui mettent en place une plate-forme d'internalisation sont de deux natures et dépendent essentiellement des services offerts. En premier lieu, il n'y a pas de frais de transaction à payer pour les transactions internalisées. De plus, les coûts de traitement sont réduits et l'offre de service améliorée. La source d'économie la plus significative vient sans aucun doute du fait que pour une transaction internalisée, les systèmes de règlement-livraison ne sont pas nécessaires quand la banque est, de facto, le *clearer* ou le *custodian* par défaut. Tout ou partie du *workflow* (*clearing-settlement-custody*) reste au cœur de la banque et n'est donc soumis à aucun frais de transaction. Par ailleurs, il faut tenir compte des économies supplémentaires que génère mécaniquement une optimisation des traitements de back-office.

Les principes de l'internalisation



1. L'internalisateur reçoit les ordres de ses clients. Les ordres des clients professionnels peuvent être améliorés.
2. En dessous de la taille moyenne de marché (SMS) toutes les fourchettes de pré-négociations doivent être affichées.
3. Si les ordres clients peuvent être appariés, la transaction est internalisée et se dédouane des frais de transaction externes. Si les ordres clients ne peuvent pas être appariés, ils sont instantanément transmis au marché.
4. La transaction internalisée est enregistrée dans les différents systèmes de back-offices de manière automatisée et immédiate (*straight through processing*). La publication des transactions internalisées est obligatoire.

Les grands bénéficiaires de la révision de la DSI seront les banques qui auront choisi un système d'internalisation qui permette la modification automatique des prix proposés en fonction des profils de client et des prérequis de règlement. ■