

# L'internalisation des ordres : de l'opportunité à un projet

La fin de l'obligation de concentration des ordres sur la bourse consacre la naissance d'une nouvelle activité, celle d'«internalisateur systématique». Il est nécessaire d'appréhender ce sujet depuis ses composantes réglementaires, juridiques, jusque dans les dimensions opérationnelles et celles du système d'information. Mais la formalisation urgente des conditions et du contour de l'opportunité économique précède la définition des fonctions à assurer et des niveaux de services à atteindre.

La nouvelle directive sur les Marchés d'instruments financiers (DMIF) publiée le 30 avril 2004 a introduit l'«internalisation des ordres» qui généralise et encadre une pratique préexistante depuis plusieurs années dans certains pays de la zone euro (Hollande, Allemagne, Grande-Bretagne) mais aussi aux États-Unis. Cette évolution réglementaire permet d'envisager un nouveau modèle d'intermédiation très direct de la réception d'ordres à l'exécution puis imputation au compte du donneur d'ordres pour les entreprises d'investissement qui disposent au même moment des flux d'ordres acheteurs et vendeurs, voire assurent la tenue de compte de ces vendeurs et acheteurs.

Une entreprise d'investissement peut désormais étendre son activité à celle d'«internalisateur systématique», c'est-à-dire rapprocher les ordres de ses clients acheteurs et vendeurs pour les exécuter face à face et sans devoir les présenter en externe sur une bourse. Les caractéristiques et conditions des ordres sont respectées mais la liquidité des bourses nationales est impactée. L'entreprise d'investissement choisit les actions pour lesquelles elle sera «internalisateur systématique».

L'exercice de cette activité implique d'informer le donneur d'ordres de la politique d'exécution (critères retenus pour rechercher la meilleure exécution pour son ordre), d'obtenir son accord formel, et de satisfaire aux impératifs de transparence (*encadré 1*).

Tous les ordres ne sont pas internalisables.

Ceux qui resteront dans le carnet d'ordre interne, sans être exécutés sur cette place de marché, seront transmis vers la bourse comme auparavant.

## Des motivations variées

Les grandes banques anglo-saxonnes ont promu cette forme de service pour la faire figurer dans la DMIF, alors que les acteurs de la chaîne d'intermédiation financière continentale et Euronext sont restés plus dubitatifs.

Pour les entreprises d'investissement qui développeraient ce type de service, l'internalisation permet de réduire certains coûts mais seulement pour les ordres internalisés. Par ailleurs, sa coexistence avec des accès aux bourses classiques permet d'offrir un service en moyenne moins coûteux.



**THIERRY ADRIEN**

Directeur de la Business Unit « Operations »

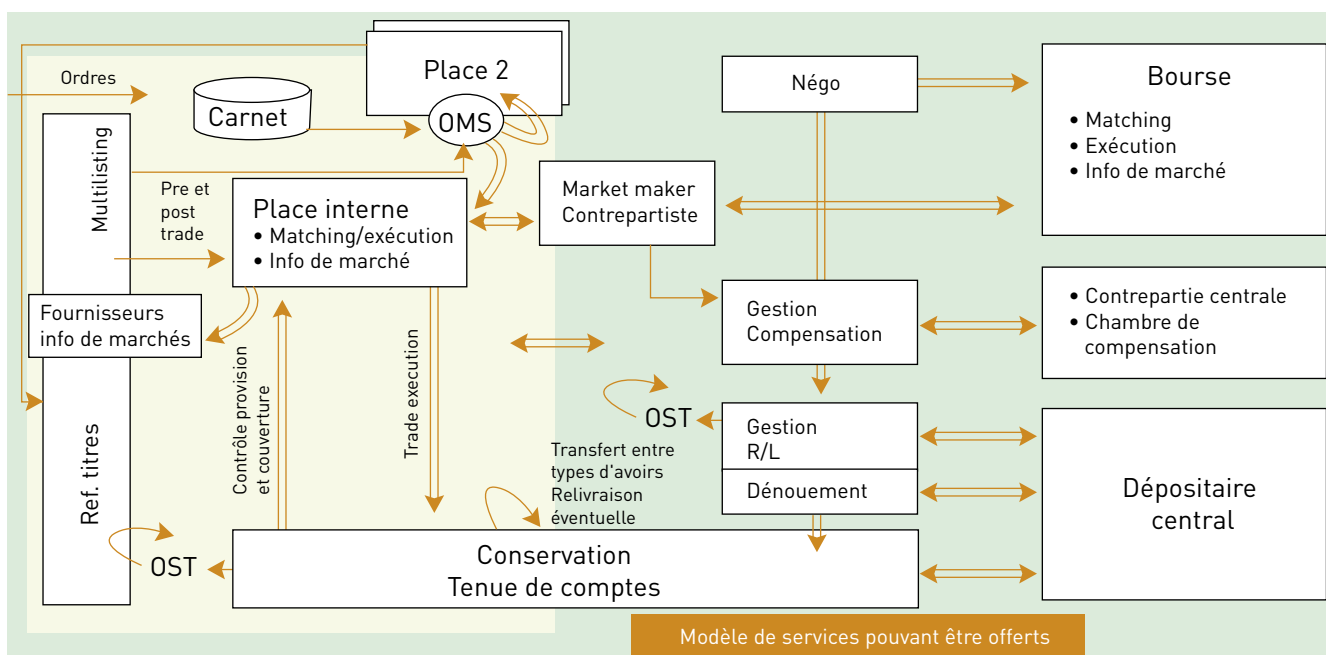
**LGB Finance**  
**Groupe VIVEO**

## 1. Au-delà de la DMIF

Au-delà de l'actualité réglementaire de la DMIF, des travaux restent à mener par les autorités de tutelle et les groupes de travail des places pour l'encadrement de sa mise en œuvre. Les principales réflexions concernent :

- la définition précise de la notion de best-execution (fin 2004, voire 1<sup>er</sup> trimestre 2005) ;
- la définition de la taille standard de marché pour les ordres (à définir par la Commission européenne et le Committee of European Securities Regulators) ;
- les travaux sur les modalités de surveillance par les régulateurs (CESR) ;
- les travaux relatifs à la déontologie et à la gestion des conflits d'intérêts.

## 2. Organiser l'activité d'internalisation



Les investisseurs professionnels et les grands utilisateurs institutionnels peuvent y trouver une offre alternative avec la capacité d'exécution immédiate suivie de sa traduction en tenue de compte.

Des opportunités *business* découlent des nouvelles fonctions pour envisager de nouvelles activités, services et pratiques (apport de liquidité par une activité de contrepartiste sur la place de marché interne, possible amélioration du prix affiché mais seulement pour les investisseurs institutionnels, reconstruction de silos de productions réduisant les efforts de règlement-livraison, et enfin une évaluation de la valeur de la liquidité structurelle apportée par certains collecteurs d'ordres).

### Une réflexion stratégique s'impose

Les donneurs d'ordres confrontés à la comparaison des services et coûts (commissions, frais et prix d'exécution) devront choisir entre deux types d'intermédiation : l'une classique et l'autre plus nouvelle appuyée sur l'internalisation. Ils auront besoin de nouveaux éléments de comparaison. Par ailleurs pour rendre un ordre internalisable, ils devront signifier à leur teneur de comptes leur décision systématique ou ponctuelle d'internaliser leurs ordres.

Les acteurs de la chaîne d'intermédiation peuvent y trouver des opportunités pour réorganiser la chaîne de valeur depuis la collecte des ordres jusqu'à la conservation finale. Chez le même intermédiaire, reconstruire

les offres en un modèle intégré de la négociation à la conservation/tenue de compte est le plus efficace pour la réduction des coûts internes et externes. C'est cependant le point le plus délicat pour le jeu des sous-traitances.

Les économies rapportées à l'ordre traité portent surtout sur des économies internes. Trois types de coûts d'exploitation sont principalement concernés. Premièrement côté marché, les frais de négociation, et mécaniquement les coûts de la compensation au règlement-livraison associés. Deuxièmement côté donneur d'ordres, une absence de règlement-livraison post-exécution induite par l'obligation d'avoir les ordres des acheteurs et vendeurs en interne. Enfin, le caractère quasi immédiat de l'exécution suivi de l'acquit définitif en compte simplifie les efforts de rapprochement entre FO, MO, BO, comptabilités, et ce tant en position et en résultat qu'en P & L.

### Quatre types de conséquences pour les intermédiaires et leurs prestataires

Les premières conséquences sur les activités existantes peuvent se décliner par métier. Premièrement, la gestion du multilisting des titres sur différentes places va nécessiter une adaptation des référentiels et la mise en place (pour ceux qui n'en disposent pas déjà) d'un *Order Management System* pour gérer le choix de la place vers laquelle transmettre l'ordre pour exécution en fonction des règles de recherche de la *best execution*.

Deuxièmement, la réduction du volume d'ordres transmis vers la bourse induit la m-

### 3. Zoom sur une spécificité introduite avec l'internalisation : la justification de la best-execution

#### Les critères qualifiant la «best-execution» (DMIF Art. 21 al.1) :

- Le prix.
- Le coût.
- La rapidité.
- La probabilité de l'exécution.
- La probabilité du règlement.
- La taille.
- La nature de l'ordre.
- Toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.
- Instruction spécifique du client.

#### Caractéristiques affiliées :

- Fourchettes affichées, profondeur de marché.
- Sécurité de service.
- Coût de gestion du risque post-marchés.
- Autorisation et condition d'internalisation via la taille standard de marché.
- Ordre à cours limité : autorisation d'internalisation.
- Split d'exécution.

#### Informations disponibles aujourd'hui :

- Au niveau de l'ordre : titre, quantité, cours, délai, conditions spécifiques.
- Chez le broker : conditions d'exécution rencontrées (photo du marché à l'instant de la transaction).
- Référentiel titres.

#### Nouvelles informations à gérer :

- Au niveau de l'ordre ou du référentiel client : **autorisation d'internalisation donnée par le client.**
- Condition d'exécution : photo du marché avant et à l'instant de la transaction sur un périmètre étendu : bourse, MTF, plate-forme d'internaliseur systématique.
- Référentiel titres : multiréférentiel providers, **impact du multilisting des titres.**

me diminution sur les flux postmarchés boursiers avec des impacts sur les revenus de négociation et de compensation, une concentration des risques sur un plus petit nombre d'acteurs qui compensent moins de transactions.

Troisièmement, un nouveau type de *reporting* vers les investisseurs et les autorités de tutelle devra permettre de justifier de la meilleure exécution (collecte des prix sur les différentes places de marché). Sa mise à disposition ou sa diffusion reste à définir.

Quatrièmement, la nécessité de transporter la décision qui permet l'internalisation de l'ordre, et ce tout au long de la filière d'intermédiation.

Les acteurs centraux opérant les métiers d'infrastructure sont essentiellement impactés par la création de places concurrentes assorties d'une perte de volumes et d'un déplacement de liquidité.

#### Information de marché : la réflexion reste ouverte au niveau des places

Au-delà des activités « d'internalisateur systématique », une nouvelle prestation devient nécessaire parmi les métiers d'infrastructure : la collecte, concentration et diffusion des informations sur ces nouvelles places de marché. La concentration de ces flux (pré et *post trade*) et leur distribution ne sont pas couvertes par la DMIF : « *Le détail doit être rendu public à des conditions commerciales raisonnables, si possible en temps réel* »... Quelle répartition doit être retenue entre prestation privée et infrastructure ? La

surveillance des franchissements de seuils de prise de contrôle, les règles d'interruption de cotation,... doivent-elles être revues ? Comment assurer cette fonction au niveau d'un pays voire pour plusieurs ? La *best-execution* devra-t-elle impliquer une analyse de toutes les places de marché possibles (potentiellement dans plusieurs pays) ?

Les fournisseurs de flux d'information de marché et d'autres acteurs transporteurs de flux réfléchissent.

#### Nouveau système d'information et nouvelle organisation ?

La prime à l'intégration des rôles pour réduire les coûts ne doit masquer ni la nécessité de maintenir la ségrégation des avoirs chez Euroclear France, ni celle de maintenir un accès vers les places boursières, tant pour les ordres non internalisés que pour l'activité d'apport de liquidité (tenue de marché ou contrepartiste).

Au-delà du lancement d'activité ou de l'extension d'activité au sein d'une entreprise d'investissement, les fonctions à redéfinir concernent surtout les processus d'exécution, de gestion des risques, d'intégration des achats/ventes en « tenue de compte/conserver » et ceux d'alimentation/distribution des informations de marchés dans les référentiels (*encadrés 2 et 3*).

#### Des points structurants à considérer pour décider

Le processus de réflexion sur le *in-house matching* lui-même nécessite une analyse

spécifique dans chaque établissement, notamment pour permettre une consolidation de flux internalisables. L'approche interne et commerciale qui en résultera est celle d'un lancement d'activité stratégique avant, éventuellement, de devenir un projet. Les réflexions internes et commerciales sur la chaîne de valeur sont liées : comment concilier une chaîne de services intégrés construite dans une recherche d'optimisation industrielle et économique sans intégrer la captation des flux d'ordres avec la captation de la conservation associée, voire même la tenue de compte ?

La création d'une nouvelle place de marché induit un fort effet d'annonce. Les premiers concentreront probablement la nouvelle répartition de la liquidité. Une des particularités de ce sujet est que deux approches sont à mener de front : d'une part l'approche stratégique et commerciale pour alimenter la nouvelle activité, et d'autre part le projet pour en construire l'usine de traitement.

Fidéliser le réseau de collecte des ordres et les partenariats actuels est nécessaire, mais il s'agit d'aller au-delà pour atteindre la masse critique. Nouer des partenariats avec d'autres apporteurs de flux et induire une réflexion sur la conservation associée sera un des enjeux.

Les grands principes réglementaires sont maintenant posés et permettent de définir la structure des systèmes d'information et des processus clés, même si des adaptations du modèle s'affineront quand les dernières spécifications requises seront communiquées.

### Calculer le retour sur investissement

L'approche économique du lancement d'une telle activité passe par l'exercice de projection de compte d'exploitation prévisionnel et de calcul du retour sur investissement. Il nous semble que l'on peut retenir les éléments suivants comme étant les plus sensibles.

L'analyse des flux d'ordres, spécifique à chaque groupe, conditionne tant la recherche des partenariats que le choix de l'issue à donner au dossier. Le modèle à retenir, ou déjà retenu, pour héberger cette activité devra tenir compte de l'organisation actuelle dans chaque groupe. Toutes les fonctions sont-elles concentrées dans une seule entité entreprise d'investissement ou bien réparties sur plusieurs services et prestataires d'investissement ? Doit-on créer des activités indépendantes ou s'appuyer sur des activités existantes ?

En plus de la réduction des coûts externes, les réductions de coûts internes attendues pour le traitement des ordres internalisés et

leur traduction en tenue de compte/conservation sont potentiellement fortes. Elles doivent être mises en perspective avec les réaffectations de moyens existants et les variations de coûts unitaires sur le reste des activités actuelles (dégressivités aux volumes...).

### De l'approche économique au projet

Les réglementations ont défini les niveaux de services et quelles mesures sont destinées à protéger les investisseurs. Les questions de transparence, de meilleur prix et de maintien du prix boursier comme prix de référence sont désormais balisées, même si tout n'est pas finalisé.

Le lancement du projet sous les contraintes de délai, de budget, de concurrence requiert une démarche proche de celle utilisée pour les *e-brokers* (délais courts, méthode, appuis des partenaires) avec deux variantes pour ce cas précis. Les expériences des précédentes années militent pour une validation économique prudente en préalable à la gestion du mode projet. L'attention au calendrier de parution des derniers textes de transposition de la DMIF dans le cadre réglementaire national permettra d'ajuster in fine l'implémentation de certaines solutions.

Pour ce type de sujet où certains acteurs ont commencé leurs réflexions préalables, voire ont donné un « corps commercial » à leur offre, une approche stratégique d'évaluation du lancement de cette activité s'impose. Plus généralement, il est devenu nécessaire d'appréhender le sujet depuis ses composantes réglementaires, juridiques, jusque dans les dimensions opérationnelles et celle du système d'information. La formalisation urgente des conditions et du contour de l'opportunité économique précède la définition des fonctions à assurer et des niveaux de services à atteindre.

L'heure est à la préparation de l'étude d'opportunité et à la recherche de partenaire(s) avant d'envisager le projet lui-même (recherche du point mort ; analyse des flux existants ; recherche de partenaires : apporteur de flux ou acteur en sous-traitance...). Potentiellement lourd et multidisciplinaire, ce type de projet est adapté à l'usage de différents progiciels et à un appui de tiers pour accompagner le projet. Après avoir été un thème de réflexion d'été pour certains, la représentation importante de professionnels lors du petit-déjeuner que l'AFTI a consacré à ce sujet début septembre semble augurer de la sensibilité de ce sujet chez nombre d'établissements. □