

# Spécial Conférence n°39

## Les infrastructures de marché en 2011 : où en est-on ?

Conférence du 7 juin 2011



En partenariat avec



**AFTi**  
La dynamique du post-marché

### Sommaire

#### p. 2

Introduction

**Marcel Roncin**

#### p. 4

Quels enjeux pour les marchés et le post-marché en Europe ?

**Jean de Castries**  
et **Gaspard Bonin**

#### p. 10

Le positionnement et les enjeux de NYSE Euronext

**Roland Bellegarde**

#### p. 13

Le positionnement et les enjeux de LCH.Clearnet SA

**Christophe Hémon**

#### p. 14

Le positionnement et les enjeux d'Euroclear

**Valérie Urbain**

#### p. 17

Table ronde

Quel avenir pour les marchés organisés en Europe ?

Quels impacts de la mutation des marchés OTC ?

Opportunités et risques pour la Place de Paris

**Édouard-François de Lencquesaing**

#### p. 23

Conclusion

**Pierre de Lauzun**



## Introduction

**par Marcel RONCIN,**  
Président de l'AFTI

Bonjour à tous,

Je suis heureux de vous accueillir si nombreux pour participer à cette conférence organisée en partenariat avec la Fédération Bancaire Française et Equinox Consulting.

Nous traiterons durant l'après-midi du positionnement des infrastructures de marché en cette mi-année 2011, et nous tenterons de répondre aux questions qui se posent concernant le futur, tant pour la Place de Paris que pour l'intégration européenne. Questions qu'appellent :

- ▶ les changements capitalistiques potentiels,
- ▶ l'irruption de nouveaux acteurs,
- ▶ l'évolution permanente des Marchés et des besoins des investisseurs,
- ▶ la pression sans cesse plus forte de la réglementation...

L'infrastructure financière européenne, pour reprendre le titre du livre de Gisèle Chanel-Reynaud et Dominique Chabert, paru en 2004 aux éditions de la Revue Banque, est restée longtemps ignorée, et était sans doute considérée comme rassemblant de simples plateformes logistiques.

Cette infrastructure est aujourd'hui reconnue comme essentielle au bon fonctionnement des marchés, par les Pouvoirs Publics, les Régulateurs, et leurs clients.

Sa résilience est désormais une préoccupation majeure, comme en atteste le nombre de textes qui y sont consacrés.

L'ouverture progressive des marchés y a contribué, autorisant une croissance externe particulièrement dynamique des infrastructures la composant, de même que la parution de textes cadres, comme la Directive MIF, en novembre 2007.

Surtout, la crise est venue cristalliser le besoin de nous référer à des entités solides, résilientes, capables de faire face au risque systémique, alors que, l'une après l'autre, les différentes composantes des marchés financiers mondiaux donnaient des signes inquiétants de vulnérabilité au contact des violents dérèglements qui ont caractérisé la période 2008/2010.

La création du G20, et la tenue de ses premières réunions, à Washington en novembre 2008, à Londres en avril 2009 et à Pittsburg en septembre 2009 ont ponctué cette période et ont conduit à l'adoption de mesures correctives dont un certain nombre concerne directement l'infrastructure financière européenne, dans l'objectif de réparer les effets de la crise.

Outre le Dodd Frank Act, plusieurs textes européens voient le jour, qu'il s'agisse d'EMIR, de la directive MIF II, de la directive sur les CSD, de Bâle III, et enfin, du récent rapport de CPSS / IOSCO actuellement en consultation, qui prévoit un renforcement des exigences pour les systèmes de paiement, de compensation et de règlement-livraison.

Il y a trois ans, nous avons organisé deux conférences : l'une en juin 2008 sur l'après-Directive





MIF, vu par les marchés européens, l'autre en octobre sur l'intégration européenne des infrastructures.

Nous nous étions alors interrogés sur l'ampleur et la pérennité des réformes identifiées, s'agissant du nombre de nouveaux acteurs dans le trading, de l'impact général des réformes sur les coûts, sur les perspectives liées à la fragmentation de la liquidité etc..

Nous notions également, dans cette période d'ouverture des marchés, que les Bourses historiques demeuraient, et de loin, majoritaires, et qu'elles ne resteraient certainement pas inertes dans cette compétition.

Par ailleurs, quel devenir pour notre Chambre de compensation dont nous estimons que son

statut de banque et son accès à la monnaie centrale sont des atouts significatifs, et dont la résilience a été démontrée à l'automne 2008?

Enfin, la décision était prise, à l'été 2008, de lancer le projet Target 2 Securities. Quel impact potentiel cela aura-t-il, pour notre Dépositaire central alors que la livraison de la plate-forme commune devrait être opérationnelle d'ici la fin 2014?

Nous disposons aujourd'hui de quelques réponses à ces questions. Les orateurs suivants y reviendront.

Les utilisateurs sont pour leur part soucieux de bénéficier de prestations de qualité, réalisées par des infrastructures solides, et capables de leur offrir des coûts réduits.

En termes de relationnel et de qualité de gouvernance, je tiens à rappeler que nous sommes également très sensibles au maintien à Paris de ces infrastructures, qui contribuent au rayonnement de notre Place Financière.

Je vous remercie. ■



### Quels enjeux pour les marchés et le post-marché en Europe ?

par Jean de Castries,  
Directeur Général, Equinox Consulting  
et Gaspard Bonin,  
Directeur, Equinox Consulting

#### La fragmentation perdure mais la consolidation s'accélère

L'un des objectifs de la Directive MIF (Market in Financial Instruments Directive), introduite en Europe en 2007, était de mettre fin au monopole des acteurs historiques traditionnels sur le marché du trading actions en Europe. Depuis novembre 2007, de nouveaux acteurs, soit déjà présents aux États-Unis (Bats Trading), soit souvent soutenus par des banques d'investissement (Turquoise, Chi-X), se sont lancés sous le statut de MTF. Les Dark pools, carnets d'ordres non visibles permettant d'acheter et vendre dans l'anonymat sans influencer sur les prix de marché, ont également vu le jour. Il en existe aujourd'hui une dizaine.

En réaction à cette nouvelle concurrence très compétitive grâce à des grilles tarifaires agressives et une technologie performante, les acteurs historiques tels que NYSE Euronext, Nasdaq OMX et Deutsche Börse (Xetra) ont lancé leurs propres MTF et Dark pools (NYSE ARCA, Smartpool, Xetra International Market, Xetra MidPoint, Nasdaq OMX MTF, Neuro). De nouveaux acteurs alternatifs continuent actuellement à se lancer sur le marché, preuves en sont avec les MTF tels que Quote (qui vient juste de lancer sa plate-forme) et Pave (lancement prévu au deuxième semestre 2011) en Espagne. En effet, au début de l'année 2011, un assouplissement de la réglementation espagnole sur le settlement est passé, et permet d'intégrer davantage de concurrence sur ce marché, jusqu'ici

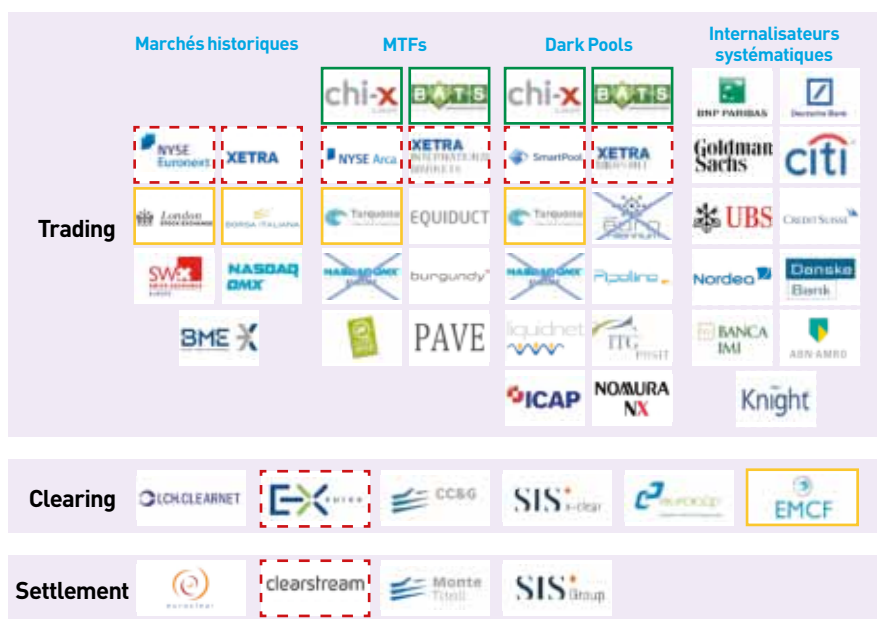
quasi monopolistique.

Un autre effet de La directive MIF a été de permettre le lancement des Internalisateurs Systématiques, c'est-à-dire la possibilité pour les banques d'investissement de se mettre en compte propre face aux ordres de leurs clients. Nous assistons depuis plusieurs mois à un phénomène de consolidation ou tout simplement à des disparitions du fait :

- ▶ De la volonté des acteurs historiques de maintenir leur positionnement.
- ▶ D'une viabilité parfois délicate des acteurs alternatifs du fait de leurs grilles tarifaires « low cost », qui nécessitent de capter une liquidité significative pour dégager de la rentabilité.

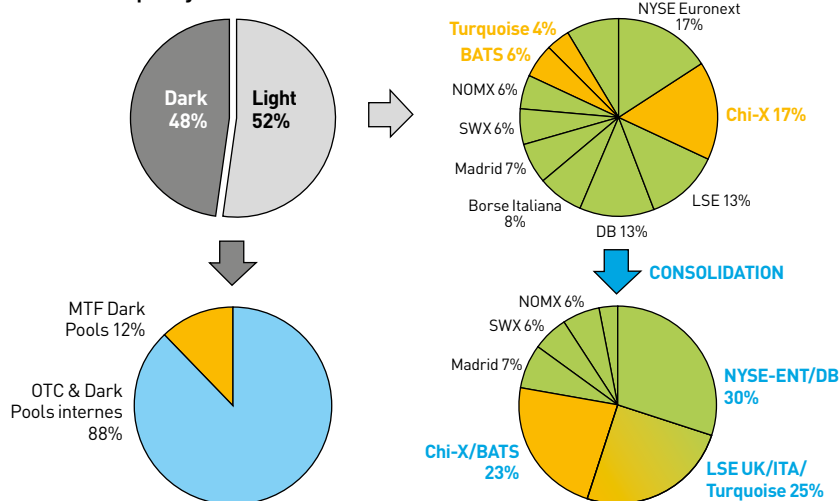
Ainsi, Nasdaq OMX a décidé d'arrêter son MTF et son Dark pool, Neuro, en 2010. De même, Nyfix Euromillennium a mis la clé sous la porte. Niveau consolidation, le London Stock Exchange a acquis Turquoise, MTF et Dark pool, en 2010.

En février 2011, nous avons assisté à une consolidation entre 2 acteurs alternatifs. Bats Trading a acheté Chi-X, qui était devenu leader en termes de trading actions en Europe depuis son lancement en 2007. Depuis février 2011, la fusion entre NYSE Euronext et Deutsche Börse est annoncée. Ce rapprochement, dans lequel Deutsche Börse détiendrait 60 % de la nouvelle structure, doit permettre de générer 300 millions d'euros de synergies et surtout de créer un nouveau leader européen, avec notamment une position écrasante sur les dérivés listés avec la combinaison du Liffe et d'Eurex. Le LSE a quant à lui fait part d'une offre de rachat sur TMX au Canada.



Source : Equinox Consulting - Avril 2011.

## Cash Equity trading Europe - janvier/avril 2011



Sources : Equinox Consulting FESE, Thomson-Reuters, Bats Trading - Avril 2011.

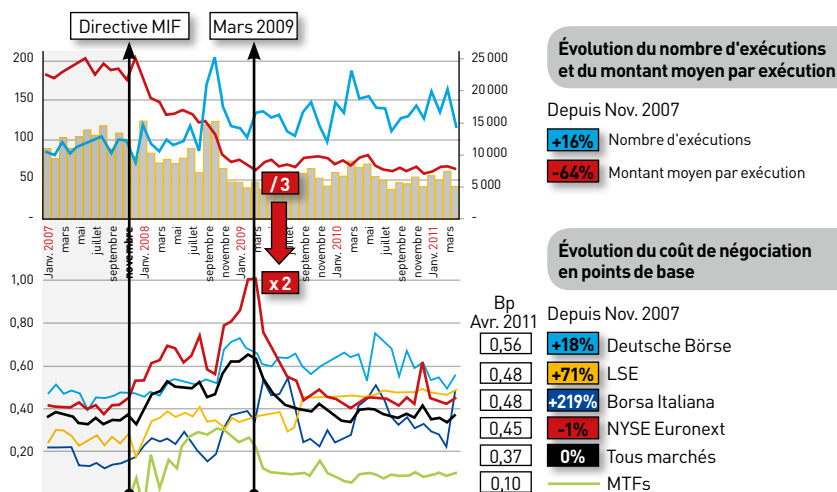
## Les MTF représentent toujours 1% de la liquidité visible sur les actions en Europe

Sur les 4 premiers mois de 2011, 52 % des capitaux traités se sont exécutés dans les carnets d'ordres « classiques » ou « light », pour 42 % exécutés de manière « dark », c'est-à-dire en pur OTC ou à travers les Dark Pools. La proportion de deals exécutés en Dark Pools augmente encore régulièrement ces derniers mois pour représenter aujourd'hui 6 % du niveau global, malgré les controverses qu'ils suscitent.

Au niveau des carnets d'ordres visibles, les MTF

captent en avril 2011 plus du quart de la liquidité « light ». Depuis juin 2010, Chi-X vient même contester régulièrement le titre de leader à NYSE Euronext avec 17 % de part de marché.

Si nous considérons les fusions NYSE Euronext – Deutsche Börse et Bats – Chi-X comme acquises, le terme « consolidation » prend tout son sens. L'ensemble NYSE Euronext – Deutsche Börse représenterait en effet 30 % de la liquidité light, LSE – Borsa Italiana – Turquoise 25 %, et Bats / Chi-X 23 %. Ces 3 groupes concentreraient donc presque 80 % des échanges européens (hors OTC).



Périmètre valeurs : FR/NL/BE/PT/UK/GE/IT.  
Sources : CA Cheuvreux, Equinox Consulting - Avril 2011.

## Les coûts de négociation en points de base restent globalement inchangés depuis novembre 2007

Un autre grand objectif de La directive MIF était, via l'ouverture du marché du trading et de la compensation en 2007, de faire pression sur les coûts de transaction jugés trop élevés.

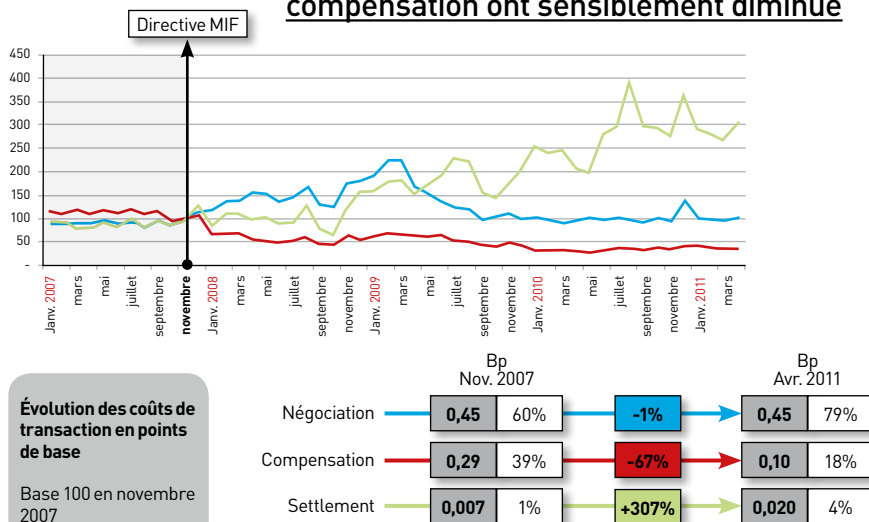
En partenariat avec Crédit Agricole Cheuvreux, nous suivons par conséquent l'évolution des coûts de transactions explicites depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, c'est-à-dire les coûts que représentent les infrastructures de marché (négociation, compensation et règlement-livraison) pour les membres. Nous suivons ces coûts en points de base, afin que la mesure soit homogène aux revenus des brokers, et que nous puissions ainsi suivre l'impact sur la marge des intermédiaires, eux-mêmes régulièrement challengés par leurs clients et notamment le Buy-Side.

Si nous nous focalisons sur les coûts de négociation, et donc les coûts de marché, ceux-ci n'ont pratiquement pas évolué depuis 2007. Ils avaient même fortement augmenté entre novembre 2007 et mars 2009. En effet, avec la fragmentation de la liquidité et surtout le développement du trading haute fréquence, la taille moyenne des exécutions avait alors été divisée par 3, multipliant le nombre de trades pour un même volume à traiter. Les marchés facturant alors au trade exécuté, les factures des brokers s'en étaient retrouvées gonflées. Elles avaient par exemple doublé sur NYSE Euronext.

Depuis, les marchés ont adapté leur grille tarifaire en s'inspirant du modèle des MTF en facturant à l'ordre et en fonction du volume (en points de base). Nous sommes donc revenus aux coûts de 2007 en moyenne, et sur NYSE Euronext en particulier. En revanche sur Deutsche Börse, le LSE et surtout Borsa Italiana, les coûts restent plus élevés qu'avant la directive MIF. Globalement, les MTF restent 4 à 5 fois moins chers que leurs concurrents historiques.



### Sur la zone Euronext, les coûts de compensation ont sensiblement diminué



Sources : CA Cheuvreux, Equinox Consulting - Avril 2011.

### Sur la zone Euronext, les coûts de compensation ont sensiblement diminué

Si nous nous penchons sur le périmètre des ordres traités sur NYSE Euronext, mais en élargissant l'analyse aux coûts de compensation et de règlement-livraison, nous constatons que :

- Les coûts de négociation n'ont pas bougé : nous sommes revenus après une hausse jusqu'à 2009 au niveau pré-Directive MIF.
- Les coûts de règlement-livraison ont été mécaniquement multipliés par 3, puisque la taille moyenne des trades a été divisée par 3.
- Finalement, seuls les coûts de compensation facturés par LCH.Clearnet ont considérablement diminué, puisqu'ils ont été divisés par 3.

Globalement, la réalisation de l'objectif de réduction des coûts de transaction fondateur de la directive MIF est donc discutable. Au total sur le périmètre NYSE Euronext, la moyenne est aujourd'hui de 0,55bp contre 0,75bp en 2007, soit une baisse de 25 %, mais portée uniquement par la couche de compensation. Toujours est-il que les investisseurs finaux ont tendance à mettre les brokers sous pression pour bénéficier de la baisse des coûts telle qu'elle était attendue. La position des brokers est donc parfois loin d'être simple s'ils souhaitent conserver des marges de rentabilité.

### Un moment charnière pour les marchés actions européens ?

#### Les bénéfices de la fragmentation en questions

- Opacité et distorsion croissantes du mécanisme de formation des prix, accentuées par les Dark Pools et le trading haute fréquence
  - Complexité d'exécution pour les acteurs Buy-Side
  - Complexité d'accès à la liquidité pour les émetteurs
  - Risque de tarissement des sources de financement pour les small & mid caps
- Des questions bien identifiées au cœur des échanges sur la **revue de la Directive MIF**

#### Interrogations majeures sur les conséquences des mouvements de consolidation

- Quels enjeux derrière le rapprochement **NYSE Euronext - Deutsche Börse** ?
  - Position sur les dérivés listés
  - Impacts pour LCH.Clearnet SA
  - Eurex Clearing
  - Impact pour Euroclear/Clearstream
  - Impact pour la Place de Paris
- Le rapprochement **Chi-X - BATS** donne-t-il naissance à un acteur majeur durable ? Quels sont les leviers de croissance du nouveau groupe ?
- Quel avenir pour le **LSE** si l'opération avec Toronto n'aboutit pas ?

### Les bénéfices de la fragmentation

Les bénéfices de la fragmentation introduite par La directive MIF sont aujourd'hui fortement discutés. En effet, le mécanisme de formation des prix a fondamentalement perdu en transparence, du fait même de la fragmentation bien sûr, mais aussi et surtout du fait du développement des Dark pools, et de la prolifération du trading haute fréquence. De plus, l'accès à la liquidité est de plus en plus complexe, que ce soit pour le Buy-Side, ou pour les émetteurs, ces derniers pouvant légitimement se demander si les échanges de titres peuvent être aussi bien maîtrisés qu'avant La directive MIF. Enfin, il existe un risque de tarissement des sources de financement pour les petites et moyennes entreprises. En effet, les MTF s'étant concentrés sur les blue chips, segment le plus rentable, les marchés et chambres de compensation historiques, qui fonctionnent sur un principe de solidarité entre grosses et petites capitalisations, ont un handicap concurrentiel structurel, qu'ils ne vont peut-être pas pouvoir conserver indéfiniment en tant qu'entreprises commerciales.

Toutes ces questions parmi d'autres encore sont au cœur de la revue de La directive MIF, dont les principes, après une phase de consultation avec les acteurs de la place entre décembre 2010 et février 2011, sont attendus en Q3 2011 au plus tôt.

### Interrogations majeures sur les conséquences des mouvements de consolidation

Au-delà de ces questions de structure, les mouvements de consolidation actuellement à l'œuvre suscitent évidemment aussi de nombreuses interrogations.

Le rapprochement NYSE Euronext - Deutsche Börse est au centre des débats, alors que les discussions, commencées en février 2011, devraient normalement être terminées en juillet. Au moins 4 grandes questions sont aujourd'hui déterminantes :

- Quid de la position dominante du futur Groupe sur le marché des dérivés listés en Europe ?
- Quels seront les impacts sur les chambres de compensation LCH.Clearnet SA et Eurex Clearing ?

- Quels seront également les impacts sur Euroclear et Clearstream ?
- Quel positionnement aura la place de Paris dans une organisation qui pourrait naturellement s'orienter vers un savant équilibre entre New York et Francfort ?

Côté MTF, le rapprochement Bats - Chi-X va-t-il donner naissance à un nouveau grand acteur durable ? En quoi ce rapprochement peut-il libérer des investissements, dans quelle direction ? Les produits dérivés constitueront-ils le nouveau cheval de bataille de ce « super MTF » ? Quid des dérivés OTC ? Face au nouveau mastodonte NYSE Euronext / Deutsche Börse, quel avenir pour le LSE, surtout si l'opération avec Toronto n'aboutit pas ?

De nombreuses questions importantes sont donc de mise cette année sur les marchés actions en Europe, que ce soit d'un point de vue réglementaire ou d'un point de vue business. L'année 2011 est donc bien une année de transformation pour les marchés et le post-marché.

## 2011 est aussi l'année du lancement des dérivés sur les MTF et de la concrétisation de Cassiopée

Tout d'abord, les MTF se lancent dans les dérivés au moment où NYSE Euronext – Deutsche Börse va constituer un quasi-monopole en Europe.

Turquoise Derivatives commencera à traiter les futures sur l'indice FTSE 100 à partir de juin 2011, avec LCH comme chambre de compensation. Turquoise a notamment prévu d'autres lancements en 2011, bénéficiant d'EMIR qui facilitera l'octroi de licences sur les différents indices européens.

Chi-X a adopté une stratégie différente pour « attaquer » le segment des dérivés, en commençant par construire ses propres indices sur les valeurs européennes les plus liquides, sur lesquels il développera ensuite ses propres produits dérivés. Le projet démarrera courant 2011 avec les ETF, pour continuer avec les futures et les options. Chi-X bénéficiera de l'expertise de Bats, positionné sur le marché des dérivés américains depuis mai 2010, et qui a déjà capté, 1 an après le lancement, près de 4 % des options listées aux États-Unis.

## Les plates-formes d'échange de corporate bonds doivent démarrer d'ici fin 2011

Le comité Cassiopée a été mis en place fin 2009 pour trouver une solution face à l'opacité et à l'assèchement de liquidité constatés sur le marché secondaire des obligations Corporate. Le comité a conclu à la nécessité de créer une ou plusieurs plates-formes de négociation secondaire sur ces obligations, soit finalement à la nécessité de développer des MTF organisés sur le marché obligataire.

Le Comité a lancé un appel d'offres en avril 2010, 4 projets ont été présentés et 3 ont été retenus :

- Celui de NYSE Euronext : BondMatch.
- Celui de LSE avec MTS, qui s'est naturellement positionné en tant que leader européen sur le trading Fixed Income.
- Celui de TradingScreen (Provider de solutions de trading électronique pour les Asset Manager et les Brokers / Dealers) avec GALAXY.

L'année 2011 est celle du démarrage de ces MTF, et donc d'une transformation attendue du marché des corporate bonds. NYSE BondMatch et Galaxy sont en test depuis le début de l'année et devraient démarrer ce mois-ci. Le lancement de MTS est prévu avant la fin de l'année.

## 2011 est aussi l'année du lancement des dérivés sur les MTF et de la concrétisation de Cassiopée

Les MTFs se lancent dans les dérivés au moment où NYSE Euronext - Deutsche Börse va constituer un quasi-monopole en Europe...



- Turquoise Derivatives démarre en juin sur des futures FTSE 100

- LCH.Clearnet comme CCP
- Développements à venir sur d'autres marchés



- Chi-X lance de nouveaux indices européens sur les valeurs les plus liquides en partenariat avec Russel Investment

- Démarrage des ETF sur ces indices et de futures & options en 2011

- Bats a lancé les options aux USA en mai 2010, avec une part de marché de 3,9 % en mai 2011

Les plates-formes d'échange de Corporate Bonds doivent démarrer d'ici fin 2011

### NYSE BondMatch

- En test depuis début janvier
- En attente de la validation réglementaire de l'AMF
- Compensation par LCH.Clearnet SA
- Lancement prévu en juin 2011



- Phase finale pour l'obtention de ces agréments
- Compensation par LCH.Clearnet SA
- Lancement prévu en juin 2011



- Lancement prévu avant la fin 2011

## 2011 est enfin l'année d'élaboration de la réglementation des marchés OTC

Au-delà de toutes les questions portant sur les marchés « déjà organisés », 2011 est aussi l'année où les travaux des régulateurs sur les marchés OTC doivent cristalliser, pour engendrer des transformations réellement très importantes sur ces marchés. L'origine de ces travaux peut être schématiquement attribuée à la crise financière, et au rôle de révélateur qu'elle a pu jouer sur la prise de conscience de l'importance et du manque de maîtrise des risques portés par les marchés OTC.

Les marchés sont colossaux, puisqu'en volumétrie notionnelle, ils représentent près de 625 trillions de dollars dans le monde contre 80 pour les dérivés listés. Le risque premier de ces mar-

chés vient d'ailleurs du fait que cette volumétrie s'appuie en grande partie sur des effets de levier significatifs : le marché mondial de la dette ne représente que 90 trillions de dollars, celui des actions 44 trillions, à comparer aux 625 trillions de dérivés OTC.

Les échanges y sont encore très opaques car majoritairement bilatéraux, et s'appuient sur des modalités de traitement et des cadres juridiques, dont l'harmonisation est un chantier en tant que tel. À travers les épisodes Lehmann et AIG, nous avons mis en évidence l'existence de positions de taille systémique échappant à tout contrôle. Ce sont enfin des marchés sur lesquels le niveau de collatéralisation, bien que croissant depuis quelques années, reste très faible comparé aux expositions. La pratique est davantage au règlement d'un mark-to-market hebdomadaire qu'à la couverture quotidienne d'un risque de liquidation.

Les volumétries systémiques, l'opacité et la couverture insuffisante sont autant d'éléments qui nous poussent à agir.

### Un engagement fort du G20 pour une réglementation ambitieuse dès septembre 2009

Les autorités politiques réunies au G20 de Pittsburgh ont décidé dès la fin 2009 de s'engager pour sécuriser ces marchés OTC, autour de 4 grands principes :

► Un principe de standardisation des produits, permettant d'aller vers la concentration des échanges sur des plates-formes d'exécution organisées, et ainsi d'accroître la liquidité et la visibilité sur les prix.

► La compensation par contrepartie centrale, instrument de couverture du risque de contrepartie et rempart contre le risque systémique, dont la robustesse avait été récemment éprouvée par la crise Lehmann.

► Le reporting quotidien et systématique de toutes les opérations aux Trade Repositories, sortes de dépositaires centraux des positions portées par l'ensemble des participants. Ces Trade Repositories ont en outre vocation à permettre aux régulateurs d'avoir en permanence une vision claire et complète des positions portées par les uns et les autres.

► Le renforcement des exigences de couverture pour les opérations qui ne seront pas suffisamment standards pour être compensées en CCP, avec une obligation de collatéralisation systématique par independent amount et des exigences en fonds propres supplémentaires. Ces principes doivent être déclinés et détaillés en textes réglementaires :

► Aux États-Unis, le texte est le titre 7 du Dodd-Frank Act, signé en juillet 2010 et dont la CFTC et la SEC sont désormais dépositaires pour en décrire les modalités d'application, et les délais. Attendue pour juillet 2011, l'échéance se porte désormais à fin 2011, voire à fin 2012.

► En Europe, les 4 principes du G20 vont être

« répartis » entre EMIR et la revue de La directive MIF. EMIR comportera les éléments « post-marché », avec d'autres pans importants de réglementation sur les infrastructures, et notamment l'encadrement du statut des chambres de compensation et du fonctionnement de l'interopérabilité. La directive MIF 2 comportera, avec l'élargissement des règles de transparence pré & post-trade aux produits OTC, l'ensemble des positions ayant trait à l'organisation du processus de négociation.

► Les régulateurs asiatiques, à Hong Kong, Singapour et Tokyo, se sont également mis au travail sur le sujet.

► Bâle 3 participe aussi à la mise en application des principes du G20, avec en particulier la définition des exigences en fonds propres, en distinguant les opérations compensées par contreparties centrales, pondérées à 2 %, et les opérations restant purement bilatérales, pondérées à 20 %.

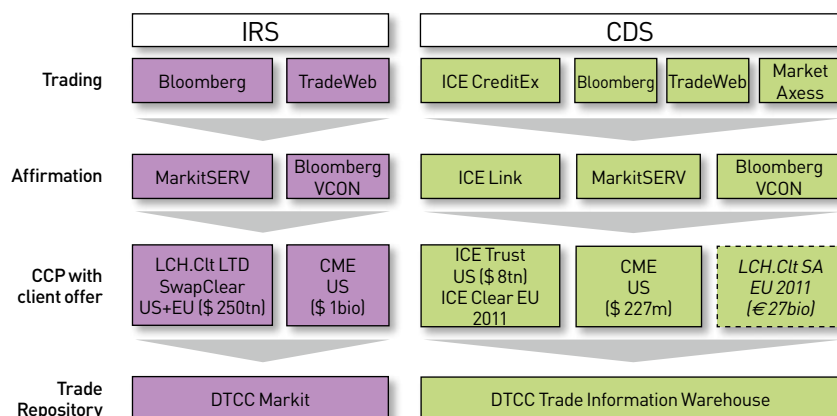
Nous sommes donc au milieu du gué du processus réglementaire : principes énoncés il y a 1 an ½, textes en cours de négociation, et incertitude sur les dates d'entrée en vigueur, avec la date butoir de fin 2012.

### Des infrastructures en cours de structuration, en commençant par les swaps de taux et de crédit

La réglementation, bien qu'encore « mouvante », va nécessiter la mise en place ou l'évolution d'infrastructures de marché, pour se rapprocher du fonctionnement des marchés organisés. Le développement de ces infrastructures a donc commencé, les principaux acteurs s'efforçant d'anticiper les textes finaux ou d'en guider certaines parties. Les développements commencent par les swaps de taux et les CDS, qui représentent de loin les volumes les plus importants, et qui sont aujourd'hui les produits les plus standardisés.

Les plates-formes électroniques de négociation semblent aujourd'hui se positionner au mieux pour répondre à l'exigence d'exécution organisée, et en particulier Bloomberg, TradeWeb et CreditEx. Les grands broker-dealers à la tête de l'ISDA travaillent aussi pour que leurs plates-formes propriétaires soient éligibles au statut

### Des infrastructures en cours de structuration, en commençant par les swaps de taux et de crédit



Source : Equinox Consulting - Avril 2011.



de « Swap Execution Facility », en essayant de limiter les conditions d'ouverture de ces plates-formes à leurs concurrents.

Sur la couche de compensation, les développements en sont déjà à leur deuxième étape, celle de l'ouverture au Buy-Side. Le clearing inter-dealer s'est développé dans les 2 dernières années faisant suite aux engagements pris par l'ISDA. LCH.Clearnet compense même les swaps de taux entre banques depuis 1999. Aujourd'hui, le marché est donc dominé par LCH.Clearnet pour les swaps de taux et par ICE pour les CDS, mais le débat reste ouvert, car la nature détaillée des textes réglementaires, et le développement du « Client Clearing » pour le Buy-Side, sont susceptibles de venir changer la donne, avec l'opportunité pour le CME de se positionner sur les IRS et les CDS, et pour LCH.Clearnet SA sur les CDS. Le marché européen des CDS semble en particulier être le plus ouvert, puisqu'aujourd'hui aucune plate-forme n'a encore démarré la compensation pour le Buy-Side.

Enfin, DTCC semble prendre une position quasi-monopolistique sur le rôle de Trade Repository, après avoir gagné les 3 appels d'offres conduits par l'ISDA sur les Equities, les CDS et les IRS plus récemment.

Aujourd'hui, la chaîne de traitement s'appuie encore sur les plates-formes d'affirmation, vecteur central de l'électronification des marchés OTC. Leur nécessité n'est en revanche pas garantie à l'échelle de quelques mois ou années, si les liens entre plates-formes d'exécution et chambres de compensation se densifient pour se rapprocher du modèle des marchés organisés.

### Des questions structurantes sur les impacts... comme sur la teneur des textes réglementaires

Des incertitudes importantes pèsent sur les textes qui portent d'abord sur les délais d'entrée en vigueur. Je mentionnais plus tôt la date butoir de fin 2012 fixée par le G20 et adoptée par les autorités européennes. Les Américains avaient souhaité être plus ambitieux, mais le processus de définition des règles détaillées, et surtout le fonctionnement du système législatif avec des

#### Les impacts pour le marché vont bien au-delà des changements opérationnels

- Des impacts opérationnels : mise en place de la compensation centrale, adaptation des chaînes front-to-back...
- Sourcing des besoins en collatéral (marges des CCPs, indépendant amounts)
- Réduction des spreads et compression des marges du Sell-side
- Difficulté d'accès au financement cross-border pour les Corporates
- Pérennité des contrats nationaux, non-fongibles avec les ISDA
- Etc...

#### Mais les textes réglementaires sont encore loin d'être finalisés

- Délais de finalisation et d'entrée en vigueur des textes
  - Dodd-Frank d'ici fin 2011 aux USA?
  - Phasage de l'entrée en vigueur?
- Périmètre d'application... et d'exemption
  - Instruments financiers (FX, commodities...)
  - Acteurs (fonds de pension, corporate, seuils de volumétrie...)
  - Intragroupes
- Application territoriale
- Etc...

lobbys omniprésents, vont sans doute amener un décalage important. Nous sommes effectivement passés de juillet 2011 à désormais fin 2011, sachant que le Congrès doit examiner bientôt des propositions visant à aligner le calendrier avec l'Europe. Cette incertitude sur le délai vient compliquer la tâche de préparation du marché. Les incertitudes portent aussi sur le périmètre d'application, ou plutôt sur le périmètre d'exemptions, que ce soit :

- ▶ Sur les produits eux-mêmes avec une incertitude sur les dérivés de change, sur certains produits dérivés de matières premières par exemple.
- ▶ Sur les acteurs concernés : fonds de pensions, corporate. Et sur les seuils de volumétrie qui devraient présider à l'applicabilité des textes.
- ▶ Sur les opérations intragroupes...

Une incertitude importante porte sur ce qu'on appelle l'extra-territorialité, à savoir le champ d'application géographique de la réglementation. Quels sont les critères pour appliquer la réglementation américaine ? Être une entre-

prise immatriculée aux États-Unis ? Avoir une contrepartie américaine ? Traiter en devises américaines ? Que faire si les deux réglementations américaine et européenne s'avèrent applicables ? Comment vont être régulées les infrastructures qui se construisent à l'échelle mondiale ? Ces questions sont complexes et nécessitent une coopération rapprochée des différentes autorités de régulation.

Toutes ces incertitudes sont encore à ce jour très importantes et donc handicapantes pour tous les acteurs du marché, au premier rang desquels les grands broker-dealers et les chambres de compensation, mais également les « acheteurs », c'est-à-dire le Buy-Side et les Corporates. La réglementation soulève aussi des problématiques business significatives. La première est l'augmentation des exigences de collatéral, le déficit étant estimé à 3 trillions de dollars rien que pour les États-Unis. Le sourcing de ce collatéral est une problématique en tant que telle, que ce soit pour les opérations compensées ou pour les opérations purement bilatérales pour lesquelles le dépôt d'indépendant amount sera obligatoire. Nous abordons ici des questions de liquidité, de financement, d'équilibre complexe, en particulier pour les fonds et pour les Corporates qui n'ont pas la structure actif-passif des banques.

D'autres questions sont souvent mentionnées comme la réduction des spreads, et donc la compression des marges des grands broker-dealers, qui vont voir la rentabilité de leurs desks affectée, d'autant plus que la standardisation des produits portée par l'ISDA réduira leur marge de manœuvre dans l'élaboration de stratégies complexes mais très rémunératrices. Une question sous-jacente est également celle des contrats nationaux, comme les contrats FBF. Ces contrats ne sont pas par défaut fongibles avec les contrats ISDA qui vont encore davantage devenir la norme.

Pour conclure, l'année 2011 n'est pas – encore – une année calme pour les marchés. Les réformes vont vers davantage de maîtrise, ce qui semble clairement légitime. La question est maintenant de savoir prioriser les efforts en fonction des bénéfices attendus si nous voulons que les infrastructures comme les participants puissent digérer positivement toutes ces évolutions. ■



## Le positionnement et les enjeux de NYSE Euronext

par Rolland Bellegarde,

Vice-President Executif Group, Chargé des activités européennes de négociation cash et de cotation, Nyse Euronext

### Retour sur l'histoire du groupe

Depuis son origine, l'objectif majeur du groupe NYSE Euronext est de répondre aux besoins de l'ensemble des acteurs des marchés financiers, en s'adaptant aux évolutions de leurs attentes. Ainsi, dans un contexte marqué par une mondialisation et une concurrence grandissantes, le groupe s'est positionné comme chef de file de l'intégration des marchés européens puis mondiaux. Ceci a contribué à accroître l'efficacité des marchés financiers, en intégrant des infrastructures auparavant fragmentées, notamment en Europe.

Le groupe a également participé à la création d'un marché paneuropéen au bénéfice de l'ensemble des acteurs des marchés financiers, que ce soit les intermédiaires, les émetteurs, ou les investisseurs. En effet, les échanges internationaux, et notamment paneuropéens, ont été facilités, à travers un unique carnet d'ordre, une unique chambre de compensation et un unique système de règlement-livraison. Les volumes des transactions transfrontalières en Europe ont effectivement décollé après la création d'Euronext. Cette intégration donne également aux entreprises cotées une base plus large et diversifiée d'investisseurs.

Les moments clés de la vie du groupe sont les suivants :

- 2000 : création d'Euronext avec l'intégration des bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles.
- 2002 : acquisition du LIFFE et des bourses de Porto et Lisbonne.
- 2007 : fusion avec le NYSE.
- 2011 : prochaine étape vers la création d'un marché européen.

La fusion avec la Deutsche Börse s'inscrit dans la continuité de ce projet d'intégration des marchés de capitaux.

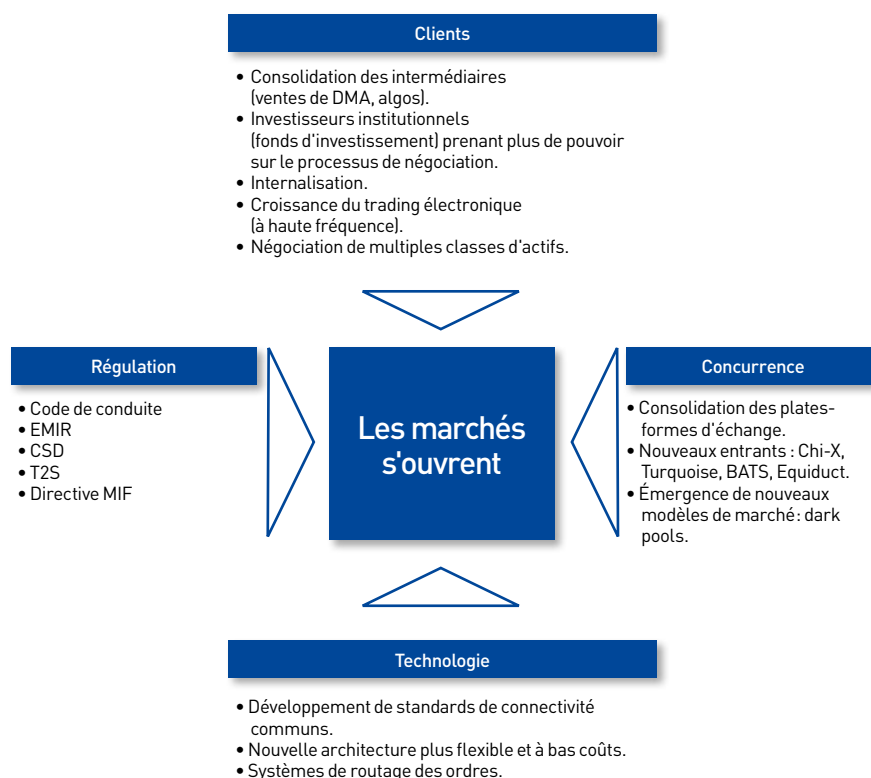
### Environnement et enjeux

Euronext intervient dans un environnement complexe d'ouverture de marché. Nous identifions 4 catégories d'enjeux :

- Les enjeux associés aux clients.
- Les enjeux associés à la concurrence.
- Les enjeux associés à la technologie.
- Les enjeux associés à la régulation.

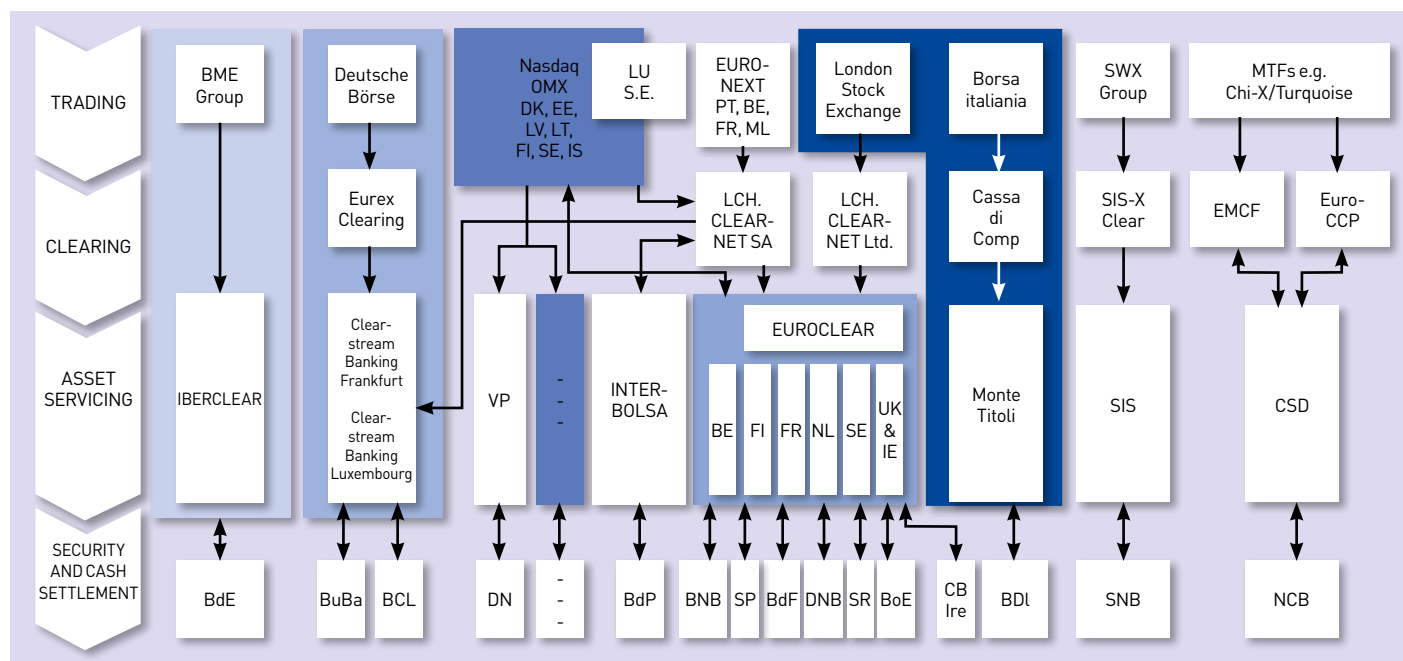
Les infrastructures de marché en Europe sont très différentes des infrastructures établies aux Etats-Unis. C'est la raison pour laquelle l'harmonisation des marchés européens et américains prendra un certain temps.

### Des enjeux multiples



## Frictions sur les marchés européens

État des lieux simplifié des infrastructures de marché en Europe



## Positionnement du groupe

Dans ce contexte, NYSE Euronext a pour mission de donner les moyens à la communauté mondiale des acteurs des marchés de capitaux, d'innover et de collaborer. Le volume de transactions enregistré par NYSE Euronext est considérable. Chaque jour, le groupe exécute un volume de transactions financières égal à 2 500 milliards de dollars. À titre d'illustration, les transactions journalières du groupe sont 42 fois supérieures aux transactions qui transitent sur Ebay en un an.

Les objectifs clés du groupe sont :

- ▶ Connecter les acteurs de la communauté en utilisant le réseau de distribution de NYSE Euronext.
- ▶ Gérer les marchés de capitaux les plus importants au monde.
- ▶ Offrir des produits et des services innovants à l'ensemble de nos clients.
- ▶ Permettre à nos clients d'utiliser notre technologie et notre taille pour mieux gérer leur propre activité.

NYSE Euronext apparaît par ailleurs comme le groupe le plus diversifié au monde, comme en témoignent les multiples services offerts par le groupe.

NYSE Euronext compte asseoir son positionnement tourné vers la technologie, en bâtissant une franchise leader en termes de services technologiques pour l'ensemble de la communauté financière. Le groupe prévoit alors d'enregistrer 1 milliard de recettes en 2015, avec des marges opérationnelles entre 25 et 30 %. En effet, les nouvelles tendances dans l'industrie financière, comme la fragmentation de la politique d'exécution, la corrélation entre classes d'actifs, la pression sur les coûts, ou l'émergence du trading haute fréquence, ont entraîné de nouvelles demandes de la part des acteurs en termes d'agrégation et de diffusion de l'information, d'intégration des sites, de réduction optimale du temps de latence, de risk management, de plates-formes de trading avancé disponibles en tant que service...

Le groupe présente également une offre diversifiée pour le Cash and Listing et possède une large gamme d'actifs à l'échelle paneuropéenne, à savoir 645 ETF, 220 fonds d'investissement, 967 sociétés cotées, 4 400 obligations, et 22 000 produits structurés.

Les priorités du groupe pour l'année 2011 sont de trois ordres :

- ▶ Défendre les parts actuelles de marché, grâce notamment à une tarification ajustée, à une diversité des flux, et à un temps de latence toujours plus faible.
- ▶ Poursuivre et étendre l'offre, notamment au niveau paneuropéen, à travers SmartPool, NYSE Arca Europe, NYSE Bondmatch et Secfinex.
- ▶ Promouvoir une régulation plus équitable.

## NYSE Euronext, le groupe boursier le plus diversifié au monde





### Projet de fusion avec Deutsche Börse

La fusion avec DBAG devrait produire des bénéfices tangibles pour l'ensemble des acteurs financiers. En effet, les clients devraient bénéficier d'économies de coûts grâce à une connectivité facilitée, d'une facilitation des échanges paneuropéens, et

d'une diversification de l'offre de produits. D'autre part, cette fusion devrait permettre d'établir un unique carnet d'ordres ainsi qu'un unique système de compensation. Enfin, les deux groupes fusionnés formeront la plus grande place de cotation au monde, engendrant ainsi une visibilité accrue pour les sociétés cotées. ■



Avant



Après



### Les objectifs majeurs de LCH.Clearnet SA

LCH.Clearnet SA a la particularité d'être une chambre de compensation avec plusieurs lignes métiers (contrairement aux autres CCP plus spécialisées, incluses dans un silo) et son ambition est de poursuivre son développement horizontal :

- ▶ En renforçant son expertise multi-produits tant sur les produits listés « traditionnels » que sur les produits de taux, le prêt-emprunt de titres et les dérivés OTC.
- ▶ En devenant une CCP de référence sur le marché des CDS en Europe.
- ▶ En adressant la demande de compensation pour les opérations du Buy-Side.

Enfin, LCH.Clearnet SA est impliquée dans les divers chantiers réglementaires et prudentiels pour s'assurer que les évolutions proposées sont en cohérence avec le business model du groupe.

### Le contexte actuel du marché

#### Les enjeux corporate

Toutes les opérations à caractère capitalistique qui touchent le monde du trading ont une incidence et modifient l'environnement du clearing. Celui-ci est devenu un enjeu important et un certain nombre d'acteurs sont intéressés par LCH.Clearnet, d'autant plus qu'avec la réglementation EMIR, davantage d'opérations vont être dirigées vers les CCP qui formeront donc des leviers de croissance significatifs pour des acquéreurs potentiels.

# Le positionnement et les enjeux de LCH.Clearnet SA

par **Christophe Hémon**,  
Directeur Général, LCH.Clearnet SA

## Les enjeux réglementaires

D'un point de vue réglementaire, si une grande attention est portée sur EMIR ou CPSS-IOSCO, l'imbrication de l'ensemble des chantiers d'infrastructures ou à caractère réglementaire menés conjointement est à considérer afin de construire un ensemble cohérent.

EMIR par exemple, englobe de nombreux sujets hétérogènes, comme l'organisation du marché des dérivés OTC, ou les règles applicables aux CCP et l'interopérabilité sur les marchés actions.

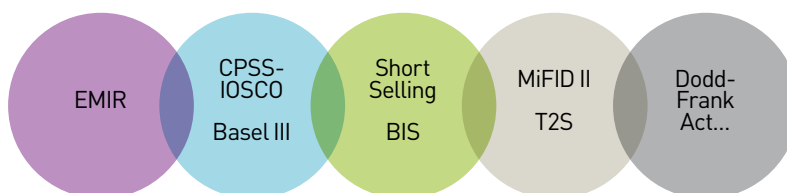
Par ailleurs, le caractère d'extraterritorialité du Dodd-Frank Act, compte tenu de l'absence de réciprocité des autorités européennes, rajoute des éléments de complexité dans le métier du clearing, en particulier sur le marché des dérivés OTC. Les CCP auront pour obligation de demander des autorisations pour traiter les opérations de clients américains sur CDS auprès des instances américaines.

## Les évolutions des services de clearing

Plusieurs chantiers de développement sont menés par LCH.Clearnet SA par typologie d'assets:

- ▶ **Cash equity**: un renouvellement de notre outil informatique a été réalisé en 2010, ce qui nous permet d'envisager de devenir un acteur incontournable sur ce marché, et faire face aux futures concentrations possibles en Europe.
- ▶ **Listed derivatives**: un chantier de renouvellement technique de la plate-forme est également en cours. Se pose néanmoins la question de la pérennité de l'activité et de

## The context: European and International affairs



l'outil en liaison avec la fusion NYSE Euronext et Deutsche Börse. Il est important de souligner que ces projets ne nécessitent pas une implication significative de nos clients car la migration vers le nouvel outil est iso-fonctionnelle.

- ▶ **Fixed income**: Une refonte de l'outil et une harmonisation groupe sont prévues pour constituer un outil de compensation commun capable de traiter l'intégralité des dettes et les forts volumes. En effet, les volumes sont très importants sur ces assets: le groupe traite 80 % des dettes européennes compensées. LCH.Clearnet SA traite en particulier la dette française, la dette italienne et la dette espagnole. Sur cette dernière, des évolutions fonctionnelles sont en cours afin de coller aux pratiques locales.
- ▶ **Cassiopée (euro corporate bonds platforms)**: LCH.Clearnet intervient en tant que partenaire de l'initiative, pour assurer la compensation et le règlement en s'appuyant sur les dépositaires centraux.
- ▶ **Lending and borrowing**: LCH.Clearnet SA est en partenariat avec SecFinex, la filiale de NYSE Euronext, pour faire évoluer l'offre de services et l'adapter aux pratiques du marché du prêt-emprunt. La déclinaison de l'offre concernera notamment le re-rating,

et le traitement de dividendes pendant la période de prêt-emprunt.

- ▶ **CDS**: LCH.Clearnet a pour projet d'élargir le membership à l'ensemble des grands acteurs mondiaux, et d'étendre sa couverture fonctionnelle avec:
  - la novation en temps réel,
  - la prise en compte des CDS single name,
  - le développement des opérations du Buy-Side.
- ▶ **Collateral management**: LCH.Clearnet entend offrir un service de gestion tripartite du collatéral à horizon février 2012: opérations de repo basket avec possibilité de se refinancer auprès de la Banque de France.

## Conclusion

Il convient de remettre en perspective le modèle multi-produits, original de LCH.Clearnet en termes de business, de gouvernance et de business model.

Les évolutions que nous menons au sein de LCH.Clearnet sont initiées soit par nos clients pour les produits OTC en direct ou via des associations comme l'ISDA, soit par nos partenaires pour les marchés traditionnels, soit enfin par les évolutions réglementaires. ■



## Le positionnement et les enjeux d'Euroclear

Par Valérie Urbain, Directeur Général, Euroclear France

Mesdames, Messieurs,

Après la négociation, la compensation, voici le moment venu pour faire le point sur le dernier maillon de la chaîne, à savoir le règlement-livraison.

Quand bien même l'actualité est davantage tournée sur NYSE Euronext ou sur LCH.Clearnet SA, la complémentarité de ces 3 niveaux d'infrastructure de marché est telle que nous ne pouvons pas rester indifférents à leur évolution capitalistique et donc stratégique ; et ceci, dans une optique de toujours servir efficacement les marchés financiers qui nous ont confié ce rôle d'infrastructure de marché.

Quel est donc le positionnement d'Euroclear, notre réponse, face à un marché en constante évolution ?

Les marchés financiers ont toujours été caractérisés par le changement, dû aux paramètres économiques, aux besoins et stratégies d'investissement des différents intervenants ; changement aussi porté par une innovation rapide en terme de développement de produits financiers. Les infrastructures de marché se sont adaptées à cette demande constante de leurs utilisateurs, mais leur rôle et positionnement étaient peu remis en question, restant relativement stables d'un point de vue réglementaire et concurrentiel.

La **crise financière** de 2008 a été un séisme dont les conséquences sont encore en train d'être écrites. Bien que les infrastructures de marché aient particulièrement bien réagi dans ces moments d'extrême tension, notamment en sécurisant au mieux les flux entre les inter-

venants de marché, ces derniers ont tous été impactés d'une manière ou d'une autre.

Ceci a conduit chaque groupe financier à se questionner sur son positionnement stratégique, à revoir ses options en termes de services, et donc d'une certaine manière à revoir **l'organisation du marché**. Cette remise en question, toujours en cours, n'épargne pas les infrastructures de marché.

La **réglementation** contribue aussi à cette refonte du marché. La directive MIF a vu la montée en puissance des plates-formes alternatives de négociation. Les directives à l'étude, telles qu'EMIR ou la directive CSD, qui affecteront les 2 autres niveaux de la chaîne, ont aussi pour objectif de sécuriser les opérations de marché, et de renforcer la transparence. Ce souci est également partagé par les autorités de surveillance et les grands émetteurs qui souhaitent mieux comprendre le fonctionnement du marché, anticiper les risques, et cadrer en particulier le risque systémique.

**T2S** est un autre facteur de changement profond du règlement-livraison en Europe. Il agit comme catalyseur d'harmonisation de nos marchés mais aussi comme déclencheur de consolidation et de concurrence accrue, tant pour les CSD que pour les agents locaux.

Face à ces changements en devenir, et donc encore incertains quant à leur finalité, Euroclear se focalise aujourd'hui sur la qualité de ses services et sur la réduction de ses coûts. Nous consultons nos clients sur les priorités de développement, essayons d'accroître notre agilité en délivrant plus rapidement des changements, certes de moindre envergure, mais répondant

davantage aux besoins d'efficacité et d'efficience de nos clients. Dans un monde plus concurrentiel, nous souhaitons poursuivre la rationalisation des marchés en saisissant toutes les opportunités offertes dans cette voie, et surtout être et rester le fournisseur privilégié de nos clients.

Afin d'atteindre cet objectif essentiel pour nous, et face aux changements structurels évoqués, nous sommes aussi en train de faire évoluer notre positionnement stratégique.

Les directives européennes en cours, qui ont pour objectif de réduire les coûts d'accès et d'exécution à travers une harmonisation entre les différents marchés, et l'arrivée de T2S, qui aura pour conséquence l'outsourcing du règlement-livraison par les CSD, nous poussent à enrichir notre gamme de services indépendamment du lieu de dénouement, et ceci en poursuivant notamment l'amélioration des services ESES de conservation, et la mise en place des standards ISO.

La préoccupation des autorités de surveillance quant à l'encadrement du risque systémique va vraisemblablement se traduire par un usage accru de la monnaie banque centrale, mais aussi par une sécurisation des opérations de marché, en particulier sur le gré à gré et sur les dérivés. Les intervenants de marché vont devoir maximiser l'usage de leur collatéral et considérer toutes leurs positions paneuropéennes, afin d'optimiser leur accès à la liquidité. Ceci nous pousse à déployer notre offre de gestion de collatéral sur ESES en monnaie banque centrale et à apporter de ce fait des solutions au marché pour sécuriser tout type de transactions.



La connexion à T2S, qui aura pour conséquence la standardisation du règlement-livraison européen, nous amène aujourd'hui à préparer pour nos clients l'accès à un marché plus large que nos 3 marchés domestiques ESES, et donc à positionner ESES en tant que "investor CSD".

Les levées des barrières Giovannini, et en particulier la 9 qui devrait permettre à un émetteur de choisir son lieu d'émission, nous obligent néanmoins à ne pas négliger notre rôle de « CSD émetteur », et donc à protéger notre activité principale, c'est-à-dire dépositaire de valeurs en attirant l'émission de titres (actions, obligations, fonds), et en améliorant nos services aux émetteurs.

T2S est le changement structurel fondamental qui affectera le monde des CSD. Il est donc essentiel pour nous de nous y préparer.

Il s'agit, d'une part, de gérer le projet de connexion à cette nouvelle plate-forme paneuropéenne de règlement-livraison. Notre expérience, dans la mise en place de la plate-forme ESES couvrant les marchés français, hollandais et belge, est un atout majeur dans la conduite de ce projet. Nous comptons mener ce projet d'envergure en dialogue constant avec nos clients.

D'autre part, « nous y préparer » signifie également anticiper les opportunités, ainsi que les menaces concurrentielles, que T2S va apporter en ouvrant davantage les marchés européens grâce à l'harmonisation du règlement-livraison. Qui dit ouverture de marché, dit ouverture de la concurrence, consolidation et disparition de certains intervenants, mais aussi à terme diminution des coûts et donc génération d'économies pour le marché en question.

Enfin, « nous y préparer » consiste également à commencer dès aujourd'hui à faire évoluer notre offre de services pour compenser la perte des revenus liée à l'outsourcing du règlement-livraison, et pour maintenir notre capacité d'investissement, afin de continuer à jouer notre rôle d'infrastructure de marché en nous adaptant à l'évolution et aux besoins de nos clients.

La première échéance qui nous préoccupe est le choix de novembre 2011, à savoir la signature du Framework Agreement.

Même si les négociations contractuelles sont toujours en cours, nos équipes projet sont aujourd'hui complètement absorbées par l'élaboration du projet de connexion à T2S.

En particulier pour ESES, nous sommes en phase de chiffrer les efforts requis, et évaluons les options fonctionnelles en terme de coûts et de niveau de service pour optimiser cette connexion, et maximiser nos possibilités de décommissionnement d'applications existantes.

Les autres marchés couverts par le groupe Euroclear sont encore en train d'évaluer leurs options d'accès à T2S :

- ▶ L'adhésion d'EUI est dépendante d'une décision de la Banque d'Angleterre de rejoindre ou non T2S.
- ▶ Le marché irlandais, qui utilise EUI comme CSD, souhaite trouver une solution à la fois pour rejoindre T2S pour son activité en euro, et pour maintenir son activité en sterling.
- ▶ La Finlande, étant un très petit marché en nombre d'intervenants et de titres, cherche à minimiser ses coûts de développement.
- ▶ L'adhésion de la Suède dépend aussi de la décision de sa banque centrale.

Euroclear travaille sur les alternatives de connexion pour ces différents marchés, et afin de minimiser les coûts de projet, a proposé les deux actions suivantes :

- 1) Laisser les comptes des investisseurs sur les plates-formes existantes (Suède et Finlande).
- 2) Utiliser ESES comme point d'entrée à T2S pour tous les CSD du groupe.

Cette proposition est en cours de discussion dans les marchés respectifs au sein des Comités de Place locaux.

Au-delà de T2S, nous participons aussi activement à la consultation des directives européennes en cours d'élaboration, en particulier la SLD (Harmonisation du droit des titres) et la Directive CSD. Nous sommes en particulier attentifs à assurer une cohérence entre ces deux textes majeurs.

La SLD est une initiative complexe, aux objectifs ambitieux, qui vise à :

- ▶ Améliorer le cadre juridique de la tenue de comptes d'instruments financiers.
- ▶ Lever les obstacles de détention et de transfert de titres en Europe.
- ▶ Faciliter l'exercice des droits dans d'autres états-membres européens.

La Proposition de la Commission était attendue pour l'été 2011 mais cette échéance semble aujourd'hui peu probable.

Ce texte fait effectivement face à des défis liés à la divergence des régimes existants en Europe :

- ▶ Comment la définition actuelle du compte titre peut-elle s'appliquer au Royaume-Uni et à l'Irlande ?
- ▶ Comment intégrer le marché français avec le moindre impact possible sur le régime juridique actuel ?
- ▶ Pour un teneur de comptes, quelle est la certitude qu'il fournit bien des services au détenteur final ?

Toutes ces questions requièrent un examen détaillé avant d'entrer dans le processus collectif de décision. C'est la raison pour laquelle nous pensons que le respect de l'échéance initiale est peu probable.

#### **Cette CSD législation ou l'Initiative législative européenne sur les dépositaires centraux comprend trois objectifs :**

- ▶ Harmoniser les cadres régulateurs des CSD en Europe.
- ▶ Harmoniser certaines règles du règlement-livraison (J+2, discipline de règlement-livraison).
- ▶ Aligner la réglementation CSD à EMIR (qui réglemente les CCPs) et la directive MIF (qui réglemente la négociation).

Ce dernier objectif est particulièrement important en matière de droit d'accès pour éviter les silos non concurrentiels.

La proposition finale de la Commission est aujourd'hui attendue après l'été 2011.

#### **Les enjeux de ce texte sont multiples**

- 1) Garantir des droits d'accès identiques aux plates-formes de négociation, de compensation, et aux CSD.
- 2) Conférer un régime de licence et de passe-

port aux CSD, afin de permettre, d'une part, une émulation et une évolution des CSD européens après T2S, et d'autre part, une certaine consolidation.

- 3) Créer un cadre régulateur cohérent entre les CSD et les ICSD.
- 4) Offrir une accréditation pour autoriser les CSD à fournir des services bancaires.
- 5) Réutiliser les nouveaux principes CPSS/IOSCO (consultations en cours, réponses attendues pour le 29 juillet 2011).
- 6) Fournir un cadre régulateur couvrant les fournisseurs établis dans les pays tiers.

Si l'actualité est davantage centrée sur NYSE Euronext et sur LCH.Clearnet SA, les enjeux stratégiques ne manquent pas pour Euroclear.

En attendant la mise en place de cette réglementation, le lancement de T2S, et la réorganisation des marchés autour des 3 niveaux d'infrastructure de marché, ESES se concentre sur 5 axes de développement, à savoir :

- ▶ Le service de gestion de collatéral en monnaie banque centrale, afin de faciliter les opérations de refinancement, et à terme d'optimiser un pool paneuropéen de collatéral.
- ▶ L'harmonisation et l'amélioration de notre cœur de métier, à savoir le service de conservation avec l'adoption entre autres des normes ISO.
- ▶ Le déploiement des services aux émetteurs et à leurs agents, afin d'attirer leurs émissions, mais aussi d'optimiser la chaîne de traitement entre émetteurs et investisseurs.
- ▶ L'accès ouvert et flexible à nos services pour toutes les plates-formes de négociation et de compensation.
- ▶ La promotion d'ESES comme moyen privilégié d'accès à T2S et au marché européen.

Avec ces 5 axes, nous espérons bien être et rester le fournisseur privilégié de nos clients en leur donnant accès à un large éventail de services, et à terme à l'Europe à travers un point d'entrée unique, Euroclear France (ou ESES).

Merci. ■



### Participants :

#### Robert Ophèle,

Directeur Général des Opérations, Banque de France

#### Christophe Hémon,

Directeur Général, LCH.Clearnet SA

#### Valérie Urbain,

Directeur Général, Euroclear France

#### Roland Bellegarde,

Vice-Président Exécutif Groupe, Chargé des Activités Européennes de Négociation Cash et de Cotation, NYSE Euronext

#### Éric de Nexon,

Directeur des Relations de Place du Métier Titres, Société Générale



#### Édouard-François de Lencquesaing

Nous attaquons la dernière partie de cette brillante conférence. Sur les infrastructures de marché, un article intéressant de l'Agefi datant de 15 jours aborde le sujet de l'avenir de la finance. Le sous-titre est le suivant : *le scepticisme domine*. Si nous devons aborder l'avenir de manière sceptique, nous pouvons être sûrs que l'avenir ne sera pas radieux. Ainsi, un élément intéressant serait d'évaluer notre état d'esprit à l'issue de cette conférence. Serait-ce le scepticisme mondain habituel, ou plutôt un optimisme volontariste qui nous permettra d'identifier nos atouts et de le faire savoir à tous nos partenaires ?

Dans le domaine du post-marché, les Français sont des leaders dans l'organisation des infrastructures, que ce soit dans les paiements ou dans le métier des titres. En effet, nous avons de bons moteurs grâce à des ingénieurs de qualité, ainsi qu'une vision stratégique paneuropéenne très avancée, pour laquelle nous avons privilégié l'intérêt général de l'Europe à l'intérêt particulier de la France. Cette attitude n'est pas toujours partagée par tous les pays. Nous avons, de ce fait, pris des initiatives pour lancer des fusions, des concentrations, en commençant par la SICOVAM et Euroclear, en continuant par

## TABLE RONDE

Quel avenir pour les marchés organisés en Europe ?  
Quels impacts de la mutation des marchés OTC ?  
Opportunités et risques pour la Place de Paris

**Animée par Édouard-François de Lencquesaing,**  
Directeur Général de l'EIFR, Paris Europlace

LCH.Clearnet en accompagnement d'Euronext. Chaque fois, les décisions étaient prises en considération de l'intérêt général de l'Europe. Cette vision est désormais partagée dans le monde. Effectivement, les gens continuent ce que nous avons initié, à savoir les fusions. Cependant, même si nous avons raison, nous avons perdu le contrôle.

Ainsi, dans cet univers de fusions, de rapprochements, comment pouvons-nous jouer notre musique ? Comment pouvons-nous faire comprendre nos réels atouts, et que ces derniers peuvent être clés dans le succès des opérations engagées ?

Quelle est la première réaction quant aux quatre présentations qui ont précédé la table ronde ?

coopératives, voire agressives, où des régimes différents vont mettre en avant des principes d'extraterritorialité qui vont rebattre les cartes entre les acteurs.

La logique coopérative correspond, par exemple, aux accords signés avec les autorités américaines pour organiser une surveillance par un collège de superviseurs d'infrastructures, comme LCH.Clearnet, ou comme DTCC. Nous sommes effectivement sur le point de signer un protocole d'accord avec 11 superviseurs mondiaux, comprenant donc des aspects consensuels. La logique non-coopérative est provocatrice avec des règles extraterritoriales qui s'imposent aux acteurs nationaux qui interviennent à l'extérieur du territoire.

Nous pouvons constater également une hésitation forte en termes de consolidation entre des logiques de consolidation horizontale, des logiques de consolidation verticale, et un mix des deux logiques selon les produits.

Des interrogations se portent aussi sur le projet T2S dont la première vague de migration est prévue en septembre 2014. Ce projet risque de bouleverser le paysage établi, et c'est la raison pour laquelle nous pouvons affirmer aujourd'hui que nous n'avons encore rien vu en matière de changements et d'évolutions.

Ainsi, toutes les grandes économies ont intérêt à maintenir des infrastructures de marché importantes localisées sur leur territoire, ne serait-ce que parce qu'en période de crise, chaque inves-

tisseur a tendance à se replier sur son habitat naturel, c'est-à-dire dans son pays d'origine, voire son continent. D'autant plus qu'avec les réformes du système bancaire à travers Bâle III, nous remarquons que l'intermédiation bancaire aura probablement une tendance à se réduire, et donc le financement par les marchés sera déterminant.

En tant que banque centrale, nous souhaitons attirer l'attention sur un point important pour la finance et donc pour la Place de Paris, à savoir le système de Repo tripartite, qui en particulier permet de répondre aux besoins accrus de collatéralisation des opérations, et qui entraîne donc une gestion optimisée du collatéral disponible.

### Édouard-François de Lencquesaing

Dans notre tradition passée, les infrastructures étaient principalement au service des clients. Aujourd'hui, qu'est-ce que le custodian ? Comment le métier de custody réagit-il à ces évolutions ?



**Robert Ophèle**

Le premier point fondamental est que, certes, nous nous trouvons en période de bouleversement, mais nous n'avons encore rien vu. En effet, les réglementations sont encore seulement en cours de finalisation. Par exemple, ni le Dodd-Frank Act, ni EMIR, ne sont arrivés au bout des textes finaux. Nous pouvons remarquer une certaine hésitation dans cette finalisation entre des stratégies coopératives, où les textes sont cohérents entre eux, et des stratégies non-



**Éric de Nexon**

Comme expliqué précédemment, nous savons qu'aujourd'hui nous n'avons encore rien vu, et sur ce point nous sommes tous d'accord.



Un élément ne nous a pas échappé, à savoir que voilà maintenant 10 ans que nous sommes passés à l'euro et que nous travaillons à l'intégration du marché financier européen et, malgré de nombreux efforts, force est de constater que peu ont été réalisés, qu'il s'agisse de la consolidation des infrastructures ou de la levée des barrières confiée aux autorités publiques. Nous avons certes réussi à réaliser la fusion Euronext, mais celle-ci a conduit ensuite malheureusement à un rapprochement avec NYSE, c'est-à-dire à la mise en place d'un axe transatlantique, là où une consolidation européenne aurait sans doute été préférable.

Je ne suis pas convaincu que la réglementation, telle qu'elle sera mise en place par les autorités européennes, aille dans le sens de la défense des intérêts de l'Europe, ce qui est fort dommageable. Les Américains, quant à eux, assument sans complexe leur impérialisme, et n'hésitent pas à prendre des décisions marquées par un caractère d'extraterritorialité. Le projet FATCA en est la parfaite illustration. Or, il est difficile d'imaginer l'administration fiscale française imposer des règles à des entreprises sur le sol américain. Nos régulateurs ne s'attachent pas suffisamment à modifier cet état de fait.

Nous pouvons également remarquer que depuis la crise, une volonté extrêmement forte se dégage, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, pour mettre en place de nouvelles réglementations visant à redéfinir le cadre dans lequel s'exercent nos activités. Or, même sans avoir eu accès au contenu final des textes encore en discussion, et tout en observant que des approches divergentes s'opposent encore, je ne peux m'empêcher de m'inquiéter, au vu de ce qui a été soumis à consultation, de ce qui sera in fine décidé par les régulateurs européens. Prenons à titre d'exemple le cas de SLD : cela aurait dû être un texte fondateur, et aujourd'hui, compte tenu des orientations retenues, nous espérons seulement qu'il puisse être abandonné. Autre exemple, celui de la réglementation sur les CSD : pendant très longtemps, notamment en France, nous avons des infrastructures dont les fonctions étaient clairement ségréguées par rapport à celles de leurs participants. Aujourd'hui,

on se retrouve en Europe face à des entités au contour fonctionnel un peu bizarre, et qui parfois même en reviennent à se retourner contre leurs créateurs. C'est quelque part un peu dommage, mais c'est aussi de notre faute, à nous établissements bancaires, parce que nous avons accepté à une époque de démutualiser nos infrastructures. Et je ne suis pas sûr que la réglementation, telle qu'elle semble se dessiner, permette de régler ce genre de situation.

Mon sentiment c'est que nous allons dans une direction qui pourrait fragiliser nos positions dans les activités financières. Certes, encore une fois, rien n'a abouti. Mais soyons vigilants et espérons qu'effectivement dans cinq ans nous serons tous là à nous réjouir de ce que nous avons réussi à faire et de la sauvegarde de la Place de Paris.

### Édouard-François de Lencquesaing

Passons maintenant à la deuxième partie des questions qui traitent des effets de levier à exploiter à partir de nos atouts. Comment faire valoir nos atouts réels que nous détenons sur de multiples marchés sans rentrer dans le piège d'une spécialisation précaire ?



### Roland Bellegarde

Dans un monde qui se globalise, il est capital de savoir se positionner correctement.

Il y a 10 ans, nous avons fait des fusions, certes, mais à l'époque, les entreprises de marché n'étaient pas encore cotées en bourse. Nous avons créé un changement dans certaines conditions, puis à partir de là se sont insérés des actionnaires différents. La clé du succès pour prendre les devants est de comprendre que nous vivons dans un monde concurrentiel. Nous croyons tous pouvoir organiser ce jeu institutionnel sans tenir compte des contraintes concurrentielles, alors que nous ne sommes plus les seuls à jouer sur ce terrain-là.

Nous possédons néanmoins des atouts non négligeables. En effet, nous avons d'ores et déjà construit un environnement depuis dix ans qui a consolidé une partie de l'Europe et établi un modèle, que nous tenterons d'étendre dans les prochaines années, y compris sur le monde des actions. Certains affirment que le monde des actions n'est pas rentable dans l'absolu, mais nul doute qu'il est extrêmement important pour financer les entreprises. Les marchés dérivés sont des marchés en plein essor, et de cette activité en découlent des possibilités d'un point de vue clearing. Le trading des produits listés est infiniment plus petit que le monde OTC, et c'est pourquoi le clearing des produits OTC doit être notre cible, ce qui constitue aujourd'hui un des atouts de LCH.Clearnet.

Comment transformer l'essai par la suite ? Il s'agit tout d'abord d'être conscient que nous évoluons dans un monde concurrentiel, car considérer que nous sommes capables de consolider les choses sur une simple impulsion politique, n'est qu'une pure illusion. C'était le cas il y a 10 ans, avec un certain succès, mais nous devons désormais réaliser que nous sommes face à une concurrence d'acteurs qui ont des intérêts divergents, et face à des besoins d'actionnaires également divergents. Ce nouvel environnement complique la donne, mais nous avons des atouts à faire valoir, notamment notre modèle solide que nous allons probablement étendre via le projet de fusion.

### Édouard-François de Lencquesaing

Non, les Français ne sont pas averses à la compétition, mais nous devons conduire collectivement la compétition de telle manière que la France puisse également en tirer des bénéfices. Sur la Place mondiale, nous avons les drivers dominants qui veulent privilégier les silos, et d'autres les spécialisations. Or, LCH.Clearnet n'est ni un silo, ni spécialisé, puisqu'il est capable de traiter en même temps des dérivés et du cash, et nous considérons donc que cette spécificité est un atout. Ainsi, comment faire prospérer ces atouts dans cet univers en changement ?



### Christophe Hémon

Tout d'abord, je tenais à vous rassurer en vous disant que nous avons parfaitement compris que nous étions dans un monde concurrentiel. Une fois cette idée assimilée, comment allons-nous faire prospérer nos atouts liés à notre expertise multi-produits ?

Comme je l'ai indiqué précédemment, nous essayons de développer nos activités et nos produits vers des produits OTC, qui constituent une manne importante, mais nouvelle pour nous. En effet, les modes opératoires, les systèmes, les modèles de gestion des risques, et les obligations, sont différents, avec des débouchés également différents, notamment toute la partie *buy-side*. Ceci constitue donc un véritable challenge, et nécessite un travail significatif.

En ce qui concerne les produits plus « traditionnels », nous souhaitons développer et promouvoir les produits de taux, notamment à travers l'offre commune Banque de France et Euroclear sur la gestion du collatéral mais également en proposant la compensation des plates-formes de trading sur les *corporate bonds*, nouvellement créées et répondant à l'expression de besoin du Comité Cassiopée.

Sur les activités listées, on observe une tendance des marchés dérivés à « verticaliser » la compensation afin de se protéger. En revanche, sur le *cash equity*, nous pouvons arriver à consolider l'activité. En effet, comme souligné dans les exposés précédents et en particulier sur le slide indiquant les baisses tarifaires accordées par LCH.Clearnet, les revenus liés à la compensation du cash equity sont en très forte baisse. Il convient donc de concentrer un maximum de flux pour dégager une certaine rentabilité, et pour ne pas fournir ce service à perte.

Nous espérons que les régulateurs nous aideront à faire en sorte qu'on ne puisse offrir ces activités qu'en étant rentables, et sans faire du dumping à la fois sur le service et sur les prix.

### Édouard-François de Lencquesaing

La fragmentation européenne est alors condamnée, et une fusion d'un certain nombre de chambres de compensation est nécessaire pour maintenir le niveau de flux. Dans ce cadre, il est préférable d'avoir la place de consolideur plutôt que celle de consolidé.

Auparavant, les dépositaires centraux étaient le cœur du métier des titres, le cœur de la sécurité des titres, et considérés comme la banque centrale des titres. Nous sommes désormais dans un univers qui tend volontairement vers une Europe domestique, c'est-à-dire une parité de coûts entre des opérations Francfort-Paris et Paris-Bordeaux. Comment, à l'intérieur du groupe Euroclear, comptez-vous rééquilibrer les CSD qui sont *user-driven* à l'intérieur d'un pays avec des CSD qui vont devenir *user-driven* européens ?



### Valérie Urbain

Un des grands atouts de la Place de Paris est ESES, qui constitue une plate-forme unique sur trois marchés avec trois systèmes juridiques différents. Nous avons donc déjà une expérience particulièrement positive, dans le sens où nous arrivons à combiner aussi bien des intérêts purement locaux avec des intérêts paneuropéens. En effet, dans les Comités de Place pour la gouvernance des CSD, nous répondons à des besoins spécifiques, locaux, bien différents entre le marché belge, hollandais et français. Ainsi, nous arrivons à combiner l'offre duale avec les acteurs locaux domestiques, et les acteurs globaux paneuropéens.

Nous essayons également de positionner ESES comme moyen d'accès à T2S pour les autres marchés qui font partie du groupe Euroclear. Certains imaginent que les marchés finlandais, suédois, ou irlandais, se sentiront dépossédés de leurs CSD, mais durant le premier trimestre de cette année, nous avons concentré toute l'activité de dénouement des marchés ESES en France, et nous avons remarqué que les partici-

pants hollandais ou belges ne se sentent absolument pas dépossédés de leurs CSD.

### Édouard-François de Lencquesaing

Les atouts français sont aujourd'hui remis en cause par la régulation mondiale. En quoi ce rythme de régulation mondiale va-t-il renforcer ou atténuer nos atouts existants ? Comment devons-nous nous positionner au niveau du G20 ou au niveau européen pour une régulation qui conforte nos différents atouts exploités dans le passé ? Quel type d'initiative pouvons-nous prendre en France, grâce à notre expertise d'ingénieurs au service du développement de la finance européenne ?

### Robert Ophèle

Naturellement, l'approche mondialisée de la réglementation nous complique la tâche. Un atout sur lequel nous essayons de capitaliser est notre expérience en matière de monnaie banque centrale. Effectivement, au niveau des chambres de compensation et au niveau des CSD, nous considérons que, dans un univers où le risque n'a pas décliné, cette culture du travail en monnaie banque centrale est un véritable atout à promouvoir dans toutes les instances de réglementation.

Toutefois, les pays qui n'ont pas l'habitude de travailler en monnaie banque centrale considèrent cet atout comme inutile et comme un effet de protectionnisme. Or, ce n'est pas le cas, car nous ne sommes pas les seuls à travailler en monnaie banque centrale.

D'autre part, cet atout aboutit à une logique de sécurité forte des opérations passant par les infrastructures qui obéissent à ces règles. En effet, LCH.Clearnet est un établissement de crédit, c'est-à-dire qu'en cas de vrais problèmes, il existe un prêteur en dernier ressort qui constitue un véritable atout. Ainsi, nous considérons qu'il est nécessaire de mettre en avant cet atout à la fois sur le plan des principes, mais également sur le plan de la réglementation, en particulier à travers différents ratios.

### Édouard-François de Lencquesaing

Nous sortons effectivement d'une crise systémique, et notre culture d'infrastructures très

connectées à la monnaie centrale est probablement aussi une réponse, peut-être moins coûteuse que des capitaux propres, à ce risque systémique.

### Robert Ophèle

Si nous sommes prêts à être un jour un prêteur en dernier ressort, cela nécessite une attention toute particulière aux modèles de risques qui sont appliqués par les établissements. Ainsi, s'instaure une chaîne d'éléments qui forment un système plus robuste.

### Édouard-François de Lencquesaing

Nous possédons donc des atouts que nous devons exploiter dans un environnement qui va s'harmoniser. Quelles peuvent être les conséquences de cette harmonisation sur les différents métiers ? Et concernant les métiers de custody, pour lequel mécaniquement la France a pris un certain leadership, en quoi cette harmonisation va-t-elle effectivement permettre de « lever » cette spécialité dans l'intérêt général européen ? Cette harmonisation peut-elle être un danger pour ce métier ?

### Éric de Nexon

Notre souhait depuis dix ans de créer un marché intégré ne peut s'accomplir qu'au travers d'une démarche volontaire d'harmonisation. En effet, cette dernière permettrait l'intégration du marché financier à un premier niveau, et la consolidation des infrastructures, au moins de post-marché, à un deuxième niveau.

Nous ne sommes pas en train d'essayer de trouver une solution ou un avenir uniquement au travers d'une solution politique, mais il n'en reste pas moins que la concurrence doit être convenablement organisée. Si nous voulons une concurrence efficace entre trois ou quatre grands compétiteurs qui traitent des volumes importants, plutôt qu'une multitude de plates-formes qui possèderaient individuellement une faible part de marché, nous avons besoin d'une réglementation pour organiser ce marché. Or, une telle réglementation n'a pas été convenablement établie dans le cadre de la directive MIF 1, engendrant ainsi la situation actuelle qu'il convient maintenant de corriger. Prenons pour exemple le cas de la chambre de compen-

sation : nous ne pouvons pas avoir, d'un côté, LCH.Clearnet qui répond aux contraintes réglementaires avec 20 personnes car elle se trouve encadrée par une douzaine de régulateurs et de superviseurs, et de l'autre, un EuroCCP, ou plus particulièrement un EMCF dont les équipes sont réduites au minimum et qui aujourd'hui ne survit que parce qu'il est détenu par l'État néerlandais qui lui apporte sa garantie.

Ce point d'harmonisation est extrêmement important. Aux États-Unis, il y a une seule langue, une seule réglementation, et surtout une infrastructure unique. Pourquoi devrions-nous avoir un modèle différent ?

Les principaux acteurs français du post-marché ont pris conscience, il y a déjà de nombreuses années, de la nécessité de se développer en Europe et à l'international dans le but d'acquérir une taille suffisante, mais également une couverture géographique qui leur permet d'être concurrentiels et de conserver leurs clients dans l'avenir. Leurs principaux concurrents sont américains et il s'agit clairement de mastodontes avec lesquels il faut déjà compter, mais qui seront des adversaires encore plus redoutables le jour où le marché européen sera intégré et harmonisé : il leur sera alors plus facile de pénétrer sur le territoire européen pour prendre des parts de marché.

Nous avons jusqu'à présent été prémunis contre cette concurrence, et cette protection risque de durer encore un certain temps compte tenu des difficultés rencontrées pour conduire une harmonisation rapide. En effet, nous avons été protégés par les fameuses barrières Giovannini, et nous bénéficions encore aujourd'hui de cette protection pour pouvoir bâtir le modèle, qui demain, nous permettra de lutter à armes égales avec les intervenants américains.

Il y a trois ans, l'avenir de LCH.Clearnet était compromis, et DTCC était sur le point de racheter la chambre de compensation paneuropéenne et de mettre ainsi un pied en Europe. Avec en plus le cadre harmonisé mis en place à travers T2S, nous aurions sans doute eu toutes les difficultés à défendre notre modèle et nos positions. En considérant ce risque qui est réel,

nous nous devons de défendre le maintien de notre modèle et de le mettre en avant pour pouvoir convaincre à la fois nos clients européens et les clients étrangers, et pouvoir ainsi lutter à armes égales avec des acteurs qui pourraient intervenir plus facilement sur notre territoire.

### Édouard-François de Lencquesaing

Nous allons certes défendre notre modèle, mais sans pratiquer de protectionnisme. Le seul moyen de défendre ce modèle dans un univers de compétition est, d'une part, l'absence de naïveté, et d'autre part, l'excellence.

Nous ne connaissons pas encore les conséquences du projet T2S. Comment le groupe Euroclear va-t-il accompagner tout l'après Target 2 Securities, à savoir la fin des barrières Giovannini, le CCBM2... Quelle sera votre stratégie dans l'intérêt des clients custodian et des investisseurs ?

### Valérie Urbain

Il est important de souligner que le groupe Euroclear, en partenariat avec les banques françaises, belges et hollandaises, a été précurseur en matière d'harmonisation. Toutefois, nous avons conscience des ambivalences engendrées par l'harmonisation, qui donne d'un côté une ouverture et un accès plus facile à toute une série de marchés européens, et qui entraîne de l'autre l'affaiblissement des barrières domestiques qui protègent les intervenants européens. Mais quoi qu'il en soit, nous ne pouvons échapper au phénomène d'harmonisation, et donc il est préférable d'accompagner ce mouvement plutôt que de le subir. C'est pourquoi, Euroclear a constitué des équipes complètes qui travaillent sur les consultations, les revues de tous les documents, de toutes les réglementations, de tous les principes CPSS-IOSCO, mais également des barrières Giovannini... Nous essayons alors d'anticiper l'arrivée de ces changements en remodelant l'offre de services.

En prenant le cas des barrières Giovannini, la barrière très importante pour nous est la barrière 9, car elle donne le choix aux émetteurs de leur Place d'émission. Ainsi, dans le cadre de T2S, il est important de se positionner dès à présent pour éviter que les émetteurs qui sont



aujourd'hui en France ou sur la plate-forme ESES, souhaitent aller ailleurs.

CCBM2 est un des principes qui a poussé au développement du produit de gestion collatérale, puisqu'avec la levée de certaines barrières de CCBM2, il pourrait aussi y avoir des mouvements ou des flux de positions qui quitteraient le monde ESES. Nous pouvons éviter cela grâce à un niveau d'excellence en offrant un produit qui satisfait le marché.

### Édouard-François de Lencquesaing

En ce qui concerne la bourse, le rapprochement entre Deutsche Börse et NYSE Euronext est une révolution fondamentale positive puisqu'elle permettra d'avoir une colonne vertébrale mondiale solide, capable de reconsolider les marchés organisés face à la fragmentation des MTF. Elle permettra également aux émetteurs à partir d'une plate-forme à terme, de pouvoir attaquer directement des pôles de liquidité américains, européens et demain asiatiques. L'essentiel pour nous français, est d'être à bord de cette plate-forme sans la laisser passer. Dans ce cadre-là, nous tendons vers un carnet d'ordres unique dans le but de n'être listés qu'une seule fois dans les bourses de New-York, Francfort, Paris ou Amsterdam.

En quoi notre expérience ESES aidera-t-elle nos collègues américains et allemands à transformer cet essai, et à accélérer cette plate-forme au service des émetteurs ?

### Roland Bellegarde

L'expérience du *single order book* avec ESES a permis une harmonisation, à l'aide notamment des banques françaises et hollandaises qui nous ont accompagnés dans cette volonté. Quelles en sont les conséquences aujourd'hui ?

Nous avons constaté un changement pour un bon nombre d'acteurs, mais globalement l'industrie bancaire française en a particulièrement profité. De nombreux acteurs de petite taille se sont retirés d'un certain nombre d'activités, et au contraire, les intermédiaires français ont développé leurs activités. Ces derniers ont effectivement fait le choix judicieux de prendre la tête de l'harmonisation pour ne pas la subir,

c'est-à-dire anticiper ses effets, mais surtout participer à sa définition, afin d'être sûrs d'avoir les outils et les moyens pour la servir. C'est d'ailleurs l'objectif de la plupart des banques américaines qui ne connaissent rien à l'Europe, mais qui viennent imposer leur modèle d'harmonisation.

ESES est un excellent exemple, puisque la France a essayé de définir l'aboutissement d'une harmonisation, et c'est la raison pour laquelle l'intermédiation française a pris plus de poids par rapport aux banques belges et hollandaises. Les petits acteurs se sont spécialisés et les grands centres de traitement se sont développés.

Le même phénomène doit se passer dans une harmonisation avec l'Allemagne ou avec d'autres pays. Nous avons conscience néanmoins que le processus sera long, puisque le marché bancaire allemand est extrêmement fragmenté, et que la consolidation prendra du temps. Cependant, dans un monde qui se globalise, même au niveau européen, une telle fragmentation du monde bancaire n'est pas souhaitable.

### Édouard-François de Lencquesaing

Une énorme activité OTC existe, et grâce à la crise, ces flux vont en partie se standardiser et s'orienter vers les *Market Infrastructures*. Comment allons-nous en tirer parti ? Comment LCH.Clearnet se prépare-t-il à adresser cette nouvelle clientèle ?

### Christophe Hémon

Les maisons actives sur ces produits OTC sont les maisons que nous connaissons sur les produits listés. Il ne s'agit pas des mêmes interlocuteurs mais les entités sont connues. 14 à 15 banques constituent le noyau dur, fournisseur d'activité tant sur les Swaps traités par nos collègues de SwapClear que sur les CDS.

Outre cette clientèle qui constitue le socle de notre membership, le challenge consiste à offrir la compensation des CDS à toute la partie buy-side : il s'agit là de nouveaux territoires que nos collègues de SwapClear explorent depuis cette année. Ceci implique de lourds travaux tant au

niveau juridique qu'aux niveaux opérationnel et informatique.

Une des clés de succès de notre développement sur les marchés OTC est la participation des acteurs au développement de nos business models, business models qui doivent répondre à leurs besoins.

### Édouard-François de Lencquesaing

Concernant le *custody*, Target 2 Securities est un levier pour augmenter la masse critique du métier de conservateur domestique, en faisant du domestique avec l'Allemagne, et non plus du cross-border. D'autre part, nous avons un certain nombre de nouveaux produits à intégrer à T2S dans les années à venir, à l'image des fonds. Enfin, la standardisation des dérivés est également une source de valeur ajoutée pour le métier de custody. Comment l'offre de custody français peut-elle lever ces nouvelles frontières ?

### Éric de Nexon

Pour répondre à cette question, nous devons distinguer d'un côté les dérivés OTC, et de l'autre, les produits plus classiques, comme les produits listés par exemple.

Sur la partie des produits listés tels que les valeurs mobilières, nous envisageons de nous positionner en tant que participants directs à T2S, et nous essaierons d'avoir une couverture en relation directe avec les dépositaires centraux aussi large que possible en fonction du développement de l'activité sur les différents marchés. Nous accordons certes beaucoup d'importance aux aspects techniques et réglementaires susceptibles de faciliter le dénouement cross-CSD, mais il nous paraît avant tout primordial de faciliter le développement de l'investissement *cross-border*, c'est-à-dire de réfléchir sur la capacité des investisseurs à intervenir plus facilement sur un marché, qui aujourd'hui leur est étranger, mais qui deviendra domestique demain. Nous avons deux façons de traiter ce point. La première consiste à utiliser un seul CSD s'il a la capacité à offrir la prestation d'*investor CSD* sur les marchés concernés, et dans ce cadre nous ferons face à des problématiques de dénouement cross CSD. La deuxième façon

consiste à utiliser plusieurs CSD à partir d'un point unique en Europe, comme cela a été fait dans le cadre d'ESES, puisque nous sommes un participant direct aux marchés belge, hollandais et français, cette filière étant devenue pour nous intégralement domestique.

Sur la partie des produits dérivés OTC, nous devons prendre en compte des problématiques de fonds propres et de compétences. En effet, SGSS a une compétence au regard de l'offre à destination des clients sur la compensation des valeurs mobilières, là où notre banque d'investissement a, elle, une compétence sur la compensation des produits dérivés OTC mais pour compte propre. Si nous voulons nous positionner sur ce créneau, nous devons développer cette activité en combinant les différentes compétences présentes dans notre établissement. C'est ce à quoi nous réfléchissons aujourd'hui. Nous avons par ailleurs beaucoup d'incertitudes sur la réglementation, et en particulier sur ce que seront les contraintes de fonds propres. Nous sommes là encore dans l'expectative et nous attendons d'avoir tous les éléments afin de pouvoir exploiter pleinement cette opportunité, sachant que nous avons intérêt à essayer de développer notre activité sur plusieurs axes, c'est-à-dire un axe géographique, un axe clientèle, et un axe produit.

### Édouard-François de Lencquesaing

Dans le nouveau groupe Eurex, Deutsche Börse, etc., il y a une spécialité allemande dans les dérivés. Comment Euronext à l'intérieur de ce groupe va-t-il essayer de développer une offre pour capter ces nouveaux produits dérivés qui viennent du monde des OTC et que le G20 veut standardiser pour les rendre progressivement listés ?

### Roland Bellegarde

Le monde des dérivés OTC fonctionne en bilatéral, c'est-à-dire entre deux établissements bancaires, qui d'ailleurs n'apprécient pas de voir une tierce partie s'immiscer au milieu. Lorsqu'ils cherchent à faire de la compensation, ils évitent effectivement que le gain économique ne se dissémine. Ainsi, le partage des bénéfices économiques du clearing des transactions OTC avec les utilisateurs est une des clés du succès.

Les utilisateurs, à savoir les établissements bancaires, ont un intérêt fort à faire du *Cross-Margining* des produits listés et des produits OTC. À ce sujet, plusieurs débats sont ou seront mis sur la table, comme la détention ou la verticalisation des positions ouvertes sur des produits OTC et sur des produits listés en anticipation d'une éventuelle discussion sur des produits OTC. C'est la raison pour laquelle, la seule chambre de compensation qui fonctionne aujourd'hui relativement bien sur les produits OTC est LCH.Clearnet, et Ice de son côté mais qui reste un modèle très spécifique.

Les régulateurs sont d'ailleurs en faveur du clearing des produits OTC. Les utilisateurs le souhaitent également, mais ne souhaitent pas perdre des bénéfices économiques, ni le contrôle de ces opérations. Ainsi, les régulateurs doivent s'assurer que les modalités de clearing restent des modalités équitables et efficaces. Les marchés listés ont effectivement des positions ouvertes sur les produits dérivés. C'est un actif qui peut se négocier en *Cross-Margining* avec des produits OTC.

### Édouard-François de Lencquesaing

Nous possédons des intérêts communs forts avec les Américains, en ce sens que nous voulons lutter ensemble contre le risque systémique en intégrant des règles communes. Comment le régulateur envisage-t-il cette évolution ?

### Robert Ophèle

Un certain nombre d'évolutions sont possibles, par une interopérabilité très large, ou bien par des *Cross-Margining* entre produits OTC. Lister cela serait facteur d'une perte de maîtrise du risque final. C'est pourquoi nous considérons ces évolutions avec une grande prudence. D'autre part, les appels de marge sont très procycliques et donc ne favorisent pas la maîtrise du risque systémique.

Ainsi, nous devons étudier ces facteurs afin de dessiner le contour de ce qui est admissible, ou trop dangereux. D'ailleurs, dans ce type de réflexion, nous ne pouvons pas considérer les logiques nationales ou les logiques de zones monétaires, car elles engendreraient une concurrence par le bas. Les concepts de

collèges de superviseurs des régulateurs apparaissent alors très positifs, car nous évitons que des choix radicalement différents soient pris sur ces sujets.

### Marcel Roncin

Concernant le rôle de dépositaire central, Euroclear et d'autres CSD se penchent particulièrement sur le travail réalisé dans le domaine du règlement-livraison. Pourquoi cet engouement n'est-il pas partagé pour créer à terme un dépositaire central européen ? Quelles sont les idées à ce sujet ?

### Valérie Urbain

Le monde des CSD était jusqu'à maintenant très codifié avec une étanchéité importante d'un marché par rapport à l'autre. Nous sommes convaincus que T2S entraînera une ouverture significative de la concurrence, avec l'opportunité de s'implanter dans les différents marchés. Donc, nous ne constatons pas aujourd'hui une réelle volonté d'ouvrir un CSD ou un dépositaire central paneuropéen. En revanche, d'ici 10 ans, nous ne serons plus face à 29 CSD comme c'est le cas aujourd'hui, mais plutôt à un nombre beaucoup plus restreint de CSD pour des raisons concurrentielles.

L'historique d'Euroclear Bank et de Clearstream Luxembourg, nous fait constater que le marché n'a jamais voulu avoir un acteur unique, en favorisant toujours la concurrence.

### Robert Ophèle

L'acteur unique peut être une solution, mais uniquement la solution de dernier recours. La gouvernance et la propriété capitaliste doivent alors être différentes.

Il ne faut rien exclure, bien sûr, cette solution n'est valable que dans l'absence d'un développement naturel par les marchés, car le système à deux, trois ou quatre concurrents, permet l'innovation et le progrès. ■



## Conclusion

par **Pierre de Lauzun**,  
Directeur Général Délégué,  
Fédération Bancaire Française

La question des infrastructures de marché est devenue essentielle à la suite de la crise. 2011 est une année charnière car nous avons suffisamment de recul pour tirer les leçons de la crise.

La crise a montré que la mise en place d'un système financier « résilient » était absolument nécessaire. À cette fin, différentes solutions sont actuellement approfondies :

- Les ratios prudentiels par les exigences en fonds propres et les ratios de liquidité.
- Les plans de résolution des crises bancaires.
- La réforme du fonctionnement des marchés financiers.

Les banques françaises ont résisté à la crise, grâce à une grande diversité de leurs activités : banque de détail, banque d'investissement, gestion d'actifs, d'assurance et même conservation des titres.

Ainsi, par rapport à d'autres pays, elles ont naturellement privilégié en priorité la réforme des marchés financiers et défendu cette logique au niveau européen et international.

Dans cette réforme des marchés financiers, les infrastructures telles que les plates-formes de négociation, les chambres de compensation, ou les dépositaires centraux, jouent un rôle décisif.

### Le rôle décisif des infrastructures de marchés

Le point de vue est nouveau. En effet, nous nous rappelons des discussions européennes engagées dans un passé encore récent, inspirées par la concurrence entre les marchés qui ont abouti à :

- des distorsions de concurrence réglementaire.

- une absence de transparence.
- des débats interminables sur l'interopérabilité.
- une fragmentation de la liquidité.

Lors de ces débats, l'industrie financière française, trop isolée, avait défendu plus de transparence, plus de sécurité, plus de concurrence harmonisée. La crise, qui a été une vraie défaillance de marché, « Market failure », rend ce discours désormais plus crédible, même si les débats actuels avec certains États-membres démontrent qu'un long chemin reste encore à faire.

Le nombre de directives prévues, de thèmes abordés et de règlements proposés par la Commission donne le sentiment que l'Europe est sur la bonne voie, mais néanmoins en retard sur la législation américaine en termes d'organisation des marchés.

### 2011 est une année cruciale

Des textes très structurants sont à l'ordre du jour :

1. Le règlement EMIR (European Market Infrastructure Regulation).
2. Le Règlement MIF II.
3. La directive sur les dépositaires centraux.
4. La directive sur le droit des titres (éventuellement).

L'AFTI et son Président contribuent largement sur ces dossiers par leurs réflexions et leur expertise.

Il n'y a pas de divergence sur les positions, comme le prouvent les réponses aux consultations qui sont souvent cosignées.

En ce qui concerne les infrastructures, je voudrais évoquer avec vous l'importance systémique croissante des contreparties centrales et des dépositaires, et aborder également les positions de la profession sur leur régulation.

Ces deux infrastructures ont des points communs. Elles réduisent les risques, mais présentent un caractère systémique et sont insuffisamment régulées en Europe, alors qu'elles représentent les deux piliers de la sécurité de l'organisation des marchés que nous souhaitons.

#### 1. Les CCP

La crise financière a mis en avant les risques systémiques posés par les dérivés de gré à gré, et en particulier les dérivés de crédit, à travers :

- Le montant extrêmement élevé des encours (plus de 884 000 milliards de dollars).
- L'opacité de ces marchés, dont le fonctionnement de gré à gré empêchait la centralisation des données par produits et par acteurs.
- L'absence de compensation multilatérale (risque de contrepartie).

Le G20 s'est engagé à mettre en œuvre, au plus tard d'ici 2012, une standardisation et une compensation, avec des obligations de transparence et de fonds propres pour les banques qui échangeront des produits non standardisés.

Dans ce contexte, les États-Unis ont une avance législative en matière de régulation et d'infrastructure : chambre de compensation, Trade Repository, aujourd'hui « LEI » ou « Legal Entity Identifier ».

Les principaux objectifs de la Fédération Bancaire Française dans la négociation européenne sont les suivants :

- ▶ Accroître la sécurité des marchés des dérivés par le recours à une contrepartie centrale.
- ▶ Imposer parmi les critères de robustesse l'accès direct des CCP à la liquidité Banque Centrale.

Sur ce point, la FBF est isolée mais nous constatons que certaines réflexions récentes démontrent que peu à peu l'idée fait son chemin, notamment à travers un article de dirigeants et experts de la BCE dont je cite la conclusion « *Dans des conditions de marché difficiles, l'accès aux facilités de Banques Centrales devient beaucoup plus déterminant pour la perspective des CCP* ».

Malgré tous nos efforts, si la référence n'est pas dans EMIR, il faudra continuer à marteler cette idée dans la réponse à CPSS / IOSCO.

- ▶ Veiller pour l'Europe et la zone Euro à disposer de ces infrastructures : Pour cela, l'agrément des CCP doit aboutir à ce que les opérations informatiques et la gestion des risques soient effectuées sur le territoire européen et non externalisées hors UE.

- ▶ Favoriser la création de banques centrales de données européennes (Trade Repository).

## 2. Les dépositaires centraux

Au même titre que les CCP, les dépositaires centraux présentent un caractère systématique. Les flux liés à des mouvements de titres au comptant représentent plus de la moitié des flux interbancaires au comptant des différents systèmes d'échanges européens.

Le paysage européen est marqué par une très forte fragmentation et une grande hétérogénéité, puisque chaque État membre possède un CSD. Par ailleurs, deux ICSD coexistent en Europe, à savoir Euroclear et Clearstream.

Les CSD, en tant que garants de l'intégrité des émissions sur instruments financiers et en charge d'assurer la sécurité des systèmes de règlement-livraison, nécessitent un cadre législatif harmonisé au niveau européen.

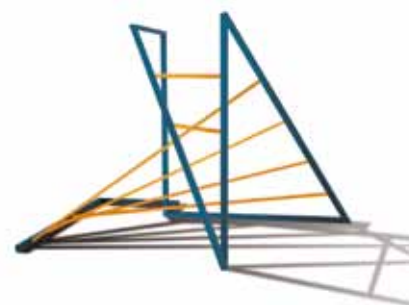
Ce projet de règlement européen accompagnera en outre la mise en œuvre de Target 2 Securities auquel les banques françaises sont très attachées et pour lequel elles ont joué un rôle moteur.

Cependant, Target 2 Securities va sans doute générer une recomposition du post-marché en Europe et une recherche d'activités à valeur ajoutée par les CSD.

Dans ce contexte, le projet de règlement devrait également s'assurer de sauvegarder la sécurité des CSD en encadrant leurs activités bancaires et en privilégiant le dénouement de leurs opérations en monnaie centrale. Le rôle essentiel d'un CSD est en effet d'assurer l'intégrité des émissions d'instruments financiers, c'est-à-dire l'égalité entre les titres émis et les titres en circulation pour éviter l'inflation des titres.

En conclusion, je souhaiterais également souligner pour l'avenir l'importance pour les banques françaises de maintenir le développement des infrastructures de Place, LCH, Clearnet SA et Euroclear France à Paris.

Nous sommes conscients qu'il est indispensable de disposer de l'expertise des banques françaises en tant qu'utilisateurs pour les innovations de demain. Je n'en citerais qu'une : le Triparty Repo qui vous sera présenté le 20 juin, et qui synthétisera parfaitement cette démarche collective en réunissant la Banque Centrale, les banques, LCH, Clearnet SA et Euroclear France pour améliorer la liquidité de la Place. ■



“Structure” de Charles Sawat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

## Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.

**AFTI**  
La dynamique du post-marché

Association Française  
des Professionnels des Titres  
36, rue Taitbout - 75009 PARIS  
Tél. : 01 48 00 52 01  
Fax : 01 48 00 50 48

Directeur de Publication : Marcel Roncin  
Rédacteur en chef : Marcel Roncin  
Comité de rédaction : Ailancy  
Crédit photos : Éric Thibaud  
Réalisation : Café Noir - LFT

Les supports de présentation  
sont disponibles  
pour les membres de l'AFTI  
sur le site Internet de l'association :  
**www.afti.asso.fr**

ISSN : 1262-2109