

# Spécial Conférence

## Les marchés européens après MIFID Enjeux et perspectives



En partenariat avec



Numéro 29

### Sommaire

p. 1

Introduction

p. 3

Une année de mutation  
du modèle Post-marché

p. 7

Nouvelle organisation  
des marchés européens :  
enjeux et perspectives  
pour le post-marché

p. 21

Table ronde

p. 30

Conclusion : Ariane  
Obolensky, directrice  
générale de la  
Fédération Bancaire  
Française


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

Je vous souhaite la bienvenue à cette conférence organisée par l'AFTI en partenariat avec la Fédération Bancaire Française et Equinox Consulting. Equinox Consulting est le partenaire que nous avons retenu pour conduire l'étude dont nous allons vous présenter les résultats cet après-midi. Jamais, sans doute, autant d'événements n'ont concerné en un aussi court laps de temps l'industrie financière française.

Permettez-moi de rappeler ce qui s'est passé depuis novembre dernier :

- ▶ La mise en place de la plate-forme paneuropéenne de traitement des flux cash de gros montant "Target 2", dont la migration, engagée en novembre dernier, s'est achevée au mois de mai, entraînant corrélativement la fermeture de la plate-forme française, la CRI.

- ▶ Le démarrage de la plate-forme CORE de traitement des flux retail de la Société STET, nouvelle automated clearing house française. La migration des flux depuis le SIT est en cours. Les grandes manœuvres européennes des Clearing and settlement mechanisms vont pouvoir réellement commencer.
  - ▶ Le lancement d'ESES France d'Euroclear, démarche pionnière s'il en fut, qui trouvera son épilogue en novembre prochain avec ESES Belgique et Hollande, en attendant la Single Platform qui couvrira, à l'horizon 2010, les besoins en R/L de cinq pays.
  - ▶ Le démarrage de SEPA fin janvier avec la création du virement paneuropéen.
  - ▶ Les travaux de transposition de la Directive-cadre sur les services de paiement.
- ... et la mise en œuvre effective de la MIFID.

## Introduction

Il nous a semblé utile de faire aujourd'hui le point sur les premiers impacts de cette Directive dans l'industrie du Post-Marché, huit mois après la date butoir du premier novembre 2007.

Texte cadre qui s'inscrit dans la réalisation du Plan d'action européen des services financiers, mais aussi acteur majeur dans la consolidation en cours, la Directive sur les Marchés d'instruments financiers a complété, tant dans son contenu que dans son champ d'application, la Directive sur les services d'investissement (DSI) de 1993.

Ce texte induit plusieurs conséquences marquantes pour l'industrie financière, parmi lesquelles je citerai rapidement :

- ▶ La libéralisation des conditions d'exécution des instructions clientèle, et par là, un accroissement de la concurrence, avec notamment la suppression de la faculté de concentration des ordres de bourse sur les marchés réglementés.
- ▶ Le renforcement de la protection de la clientèle d'investisseurs via la transparence des marchés, la mise en place de la best execution, et par de nouvelles responsabilités de

contrôles ouvertes aux régulateurs. L'étude commandée par l'AFTI a permis de collationner des informations particulièrement intéressantes sur les initiatives prises par le marché en lien avec le cadre juridique nouveau créé par la MIFID.

Les premiers impacts sont bien là, tant en ce qui concerne l'internalisation des ordres que l'émergence de plates-formes de trading à la politique tarifaire agressive.

La question se pose de savoir ce que seront l'ampleur et la pérennité de ces évolutions. La table ronde permettra peut-être d'y voir plus clair.

Pour leur part, les marchés réglementés demeurent et de loin, majoritaires, et ne resteront sans doute pas inertes dans la compétition qui s'ouvre au sein d'un marché européen qui se caractérise par une grande diversité d'organisations dans le domaine des infrastructures.

L'impact de la mise en place du code de conduite de ces infrastructures, décidé en 2006 par la Commission européenne, et dont la mise en œuvre a, si l'on peut dire, accompagné la nouvelle Directive, sera également mesuré cet après-midi, notamment sous son aspect "interopérabilité".

Le trading, et le clearing ont, tour à tour connu depuis la création de l'euro en 1999, des évolutions sensibles dans leur organisation, leur gouvernance, leur marketing et leur périmètre d'activité, que l'on pensait devoir être l'Europe, mais qui va désormais bien au-delà.

Avec le projet de l'Eurosystème « Target 2 Securities », qui devrait, à l'horizon 2013, proposer une plate-forme unique de règlement des opérations en euros au sein de l'Eurozone, la consolidation européenne du Règlement-livraison, engagée avec ESES, est en passe de rattraper son retard.

La décision finale est attendue cet été du Conseil des Gouverneurs.

A cet égard, le succès de Target 2 Cash, autre projet de l'Eurosystème déjà évoqué, est de bon augure.

En tout état de cause, les utilisateurs attendent de toutes ces réformes qu'elles soient le garant de prestations de qualité de la part des infrastructures, et surtout qu'elles se traduisent par une réduction sensible des coûts.

Je vous remercie. ■





## Une année de mutation du modèle Post-marché

**Alain POCHET**, Responsable des Opérations Bancaires BNP Paribas Securities Services

J'ai le plaisir de pouvoir partager avec vous sur le sujet d'actualité qui est l'évolution du modèle post-marché, notamment suite à la MIFID.

### L'évolution du marché - l'avant et l'après 2008

Cette évolution s'observe sur plusieurs créneaux d'activité du monde des titres et du cash : la compensation, le trading, le settlement, à la fois Cash et Titres. Il faut traiter tous ces sujets en même temps. Target 2 Cash a été un véritable succès. Mais la MIFID a fait voler en éclat la standardisation mise en place dans bon nombre de process. Les défis à relever ne manquent pas.

La MIFID a été créée à l'origine pour développer la compétition entre les places d'exécution – il s'agissait auparavant de structures régaliennes.

Elle met également en avant le service client, la notion de Best Execution, de Best Practice. Il s'agit donc d'un véritable catalyseur de la nouvelle organisation sur les marchés.

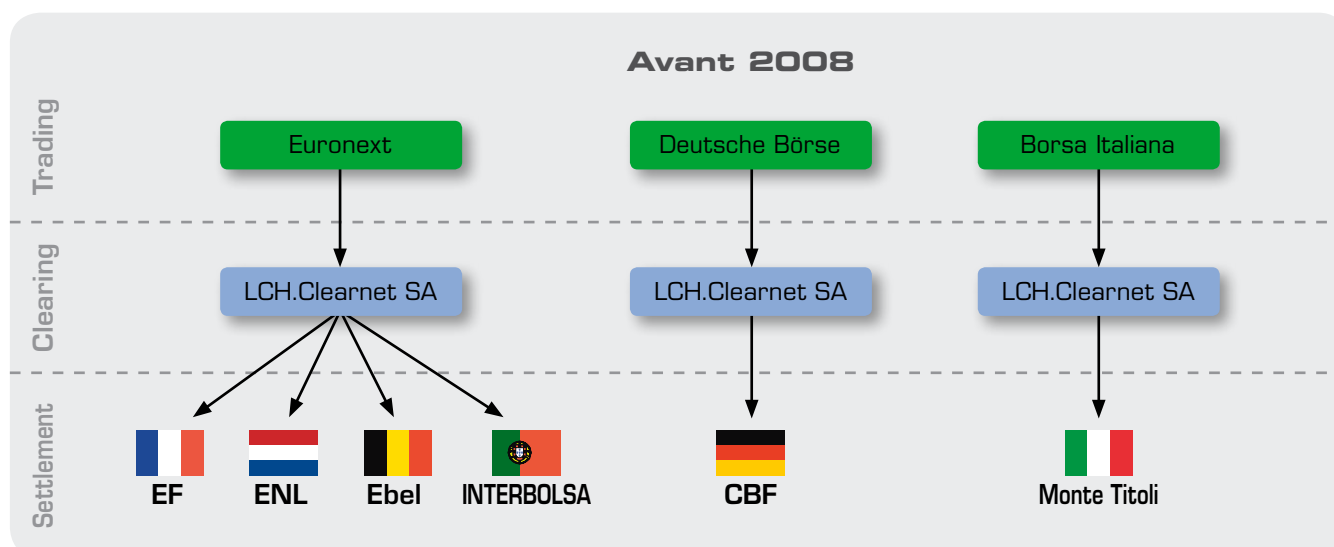
- Avant 2008, les opérations se déroulent sur un marché domestique. Quand on connaît le titre en jeu dans une transaction, il est facile de décrire le déroulement des opérations jusqu'au règlement/livraison. L'ordre est exécuté sur une plate-forme, par exemple Euronext, envoyé à une chambre de compensation, LCH.Clearnet SA, avant d'être réglé - livré chez un centralisateur et stocké chez un dépositaire central.
- À partir de 2008, il existe une quinzaine de plates-formes pour exécuter cette même opération et les routes possibles pour la

compensation et la sécurisation des flux sont diverses.

Face à cela, quelques travaux d'harmonisation ont été entrepris :

- ▶ ESES qui ne paraît couvrir que quelques drapeaux sur le schéma (page suivante) mais qui représente environ 30 à 35 % en matière de capitalisation boursière de ce qui est traité en Europe,
- ▶ et potentiellement dans un deuxième temps, comme l'évoquait Marcel RONCIN, T2S qui a pour objectif de donner un système de règlement-livraison unique pour les marchés européens.

Le problème reste le délai de mise en œuvre. Disposer d'infrastructures communes en Europe prend souvent quatre à six ans. Pour



## Une année de mutation du modèle post-marché

mémoire, les premières réunions d'ESES, qui est un superbe projet, ont commencé avec nos amis belges et hollandais en 2001-2002. Il nous a donc fallu à peu près six ans pour livrer. Le droit à l'erreur n'est pas envisageable et il y a beaucoup de risques dans les échanges de titres en Europe. Mettre en place une solution sécurisée prend donc du temps.

### L'interopérabilité

Aujourd'hui, on parle beaucoup d'interopérabilité: le schéma que l'on a vu au préalable évoluera dans le sens d'une standardisation quand le règlement - livraison et la compensation seront harmonisés. Entre temps, il faut vivre avec la complexité.

Une solution très simple a été évoquée: Demander à tous les acteurs de se parler entre eux et de créer des liens. Ainsi, si un acteur

en Europe veut être client d'une seule infrastructure, il lui demande simplement de trouver des ponts pour transférer la propriété des titres des autres chambres de compensation ou des autres CSD.

Cela nous amène à l'interopérabilité, c'est-à-dire à la possibilité pour un Stock Exchange ou une plate-forme alternative de se déverser dans plusieurs CCP, la possibilité de nouer des liens entre plusieurs chambres de compensation ainsi que, ce que l'on connaissait historiquement sous le nom de spaghetti model, des liens avec les CSD.

Cette interopérabilité s'accompagne d'un débat sous-jacent: nous avons aujourd'hui 82 demandes d'interopérabilité entre tous ces acteurs et il va falloir les mettre en œuvre.

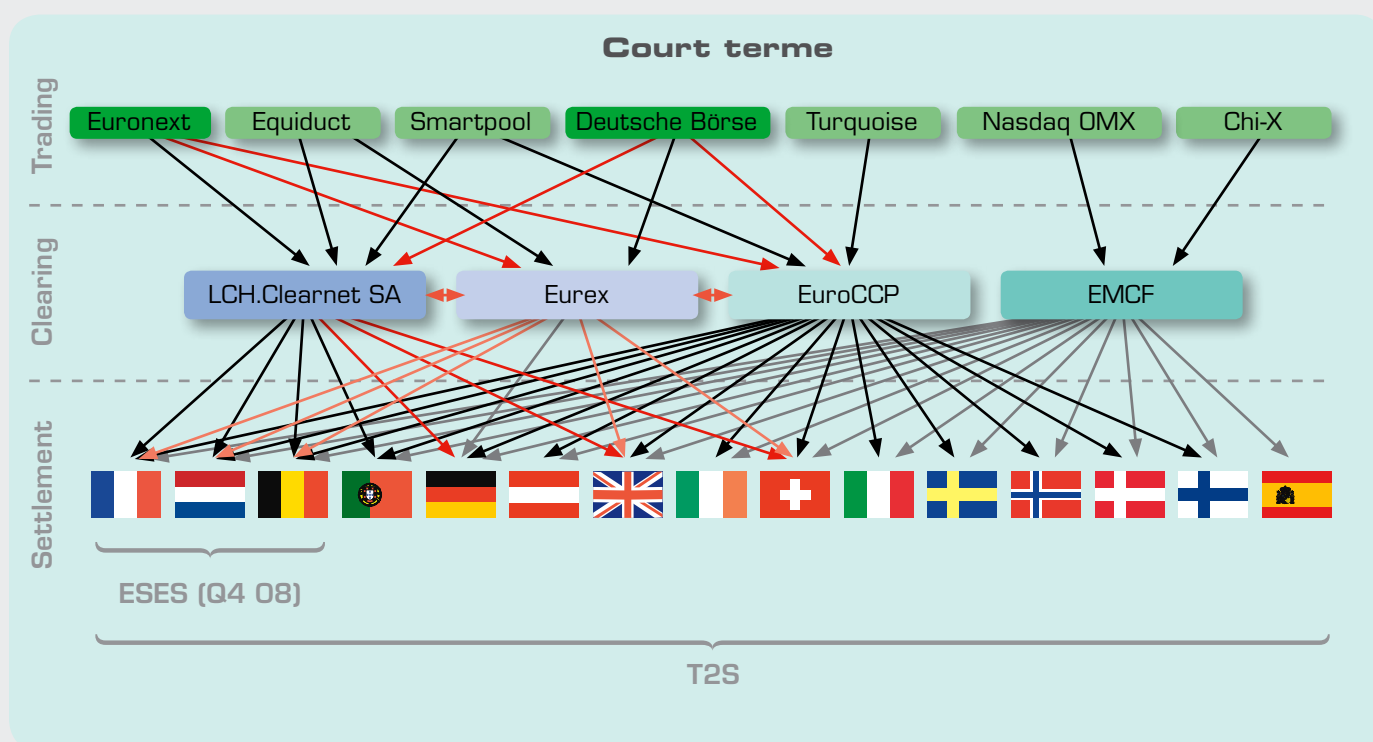
- Cela coûtera de l'argent et nous ne sommes pas certains de savoir aujourd'hui où sont les paybacks.

- Tout cela conduit par ailleurs à une nouvelle fragmentation: alors que jusque là à l'extrême limite, si l'on avait une position, même si on avait exécuté un titre dans deux ou trois plates-formes de négociation différentes, on pouvait imaginer que l'on garderait une position unique, nous arrivons maintenant à une fragmentation des positions et donc des appels de collatéral et du management des risques.

### Une nouvelle organisation du Marché

Tout cela concerne le court terme, ce qui veut dire quatre ou cinq ans dans le monde des infrastructures. Les Européens commencent à mettre en place des solutions à moyen terme qui vont résoudre ce problème de fragmentation.

### Une nouvelle organisation



Si on regarde à long terme, on n'observera pas de révolution sur les plates-formes de trading car il a été fait le choix de la compétition au niveau de l'exécution. C'est pour cela que la MIFID a été mise en œuvre. Il y aura donc dans les cinq à six années à venir une compétition entre cinq/dix plates-formes de négociation environ. Je ne pense pas que l'on arrive à un nombre très élevé de plates-formes, mais il y aura tout de même une fragmentation que l'on ne connaissait pas au préalable.

En ce qui concerne le Settlement, les pays de la zone devise euro et peut-être même d'autres pays pourront traiter le règlement-livraison dans T2S, qui sera un système unique.

Concernant la propriété des titres, c'est-à-dire la partie CSD, nous resterons dans un environnement avec un dépositaire par pays d'origine du titre.

Pour l'échange de cash en monnaie centrale, il existe Target 2 Cash, qui est maintenant tota-

lement opérationnel.

L'avènement de Target 2 Cash ainsi que le projet T2S vont aussi permettre de mettre en œuvre un outil européen unique d'optimisation du collatéral que l'on appelle CCBM2, qui devrait être livré d'ici 2010 environ.

Les Européens et surtout les Français cultivent un complexe par rapport aux Anglo-saxons et l'on reproche souvent à l'Europe d'être très fragmentée: il n'y a pas un seul Stock Exchange, un seul CCP, etc.... Mais l'Europe n'est pas un pays: si l'on parle de la zone devise euro, ou de l'Europe d'origine, etc.... on entend quinze ou vingt pays. Parvenir à trouver des solutions pour fédérer une zone constituée historiquement par des pays différents, qui sont dans des environnements juridiques, des nationalités et des langages différents, n'est pas si simple.

Quand on regarde le schéma "Notre feuille de route" (page suivante) dans lequel apparaissent certains projets en matière de Cash en

particulier (petits paiements, gros paiements) et maintenant avec T2S et CCBM2, on peut considérer que l'Europe n'est pas si en retard que cela. Finalement, ce que les États-Unis ont réussi à faire en de nombreuses années pour un seul pays, une seule devise, une seule culture, et un seul legal framework aura été réalisé par les Européens en huit ou dix ans.

### Consolidation – Europe: une zone multipays, bientôt presque aussi intégrée que les États-Unis

#### Quelle est la situation ?

Si vous comparez la situation des États-Unis et celle de l'Europe:

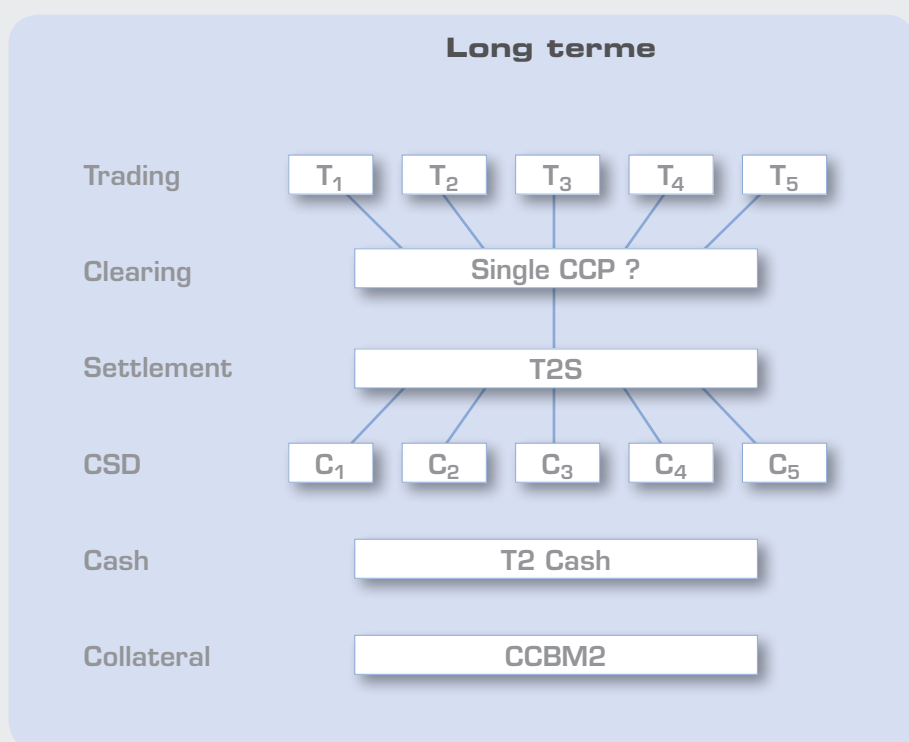
- ▶ Pour le Cash, il existe aux États-Unis un système en monnaie centrale: Fedwire; en Europe, il y a Target 2 Cash depuis mai 2008, pour tous les pays de la zone devise euro.
- ▶ En ce qui concerne le règlement-livraison, les États-Unis ont un système unique pour les actions: "DTCC", c'est également Fedwire pour les produits de taux. En Europe nous aurons Target 2 Securities pour tous les titres de la zone euro, que ce soit des produits de taux ou des actions.
- ▶ Les CSD, resteront dans l'environnement actuel jusqu'à ce que les éléments juridiques et fiscaux soient harmonisés en Europe.
- ▶ Reste une question importante qui sera abordée, sans doute, lors du tour de table: l'avènement d'une CCP unique pour les titres européens.

#### Feuille de route

Après la mise en place de Target 2 Cash restent encore de nombreux travaux à réaliser. Différents événements devront être gérés en parallèle, liés à tout ce qui vient d'être évoqué, c'est-à-dire l'avènement de nouvelles plates-formes de négociation:

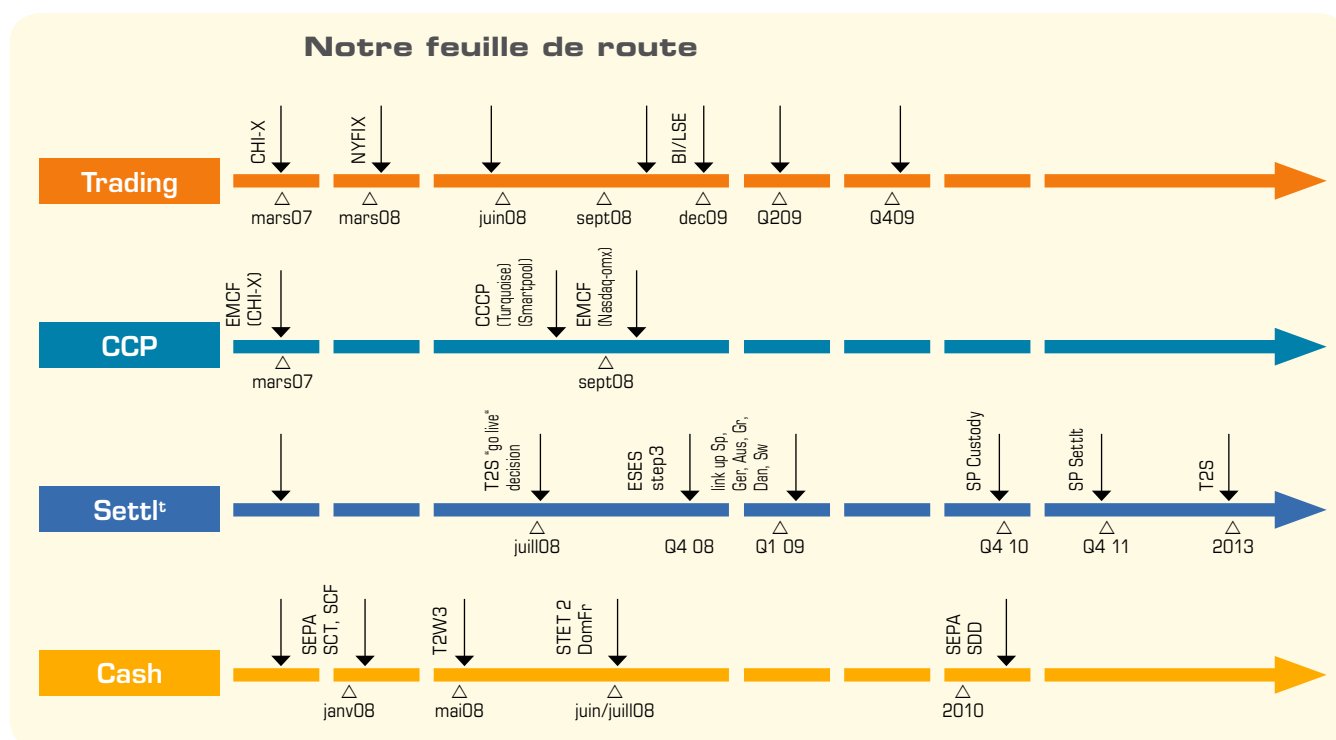
- ▶ 2007 : Chi-X, Equiduct...
- ▶ 2008 : Turquoise, Smartpool, Nasdaq-OMX (deuxième plate-forme américaine qui vient de s'installer en Europe).

## du marché





## Une année de mutation du modèle post-marché



- ▶ Décembre 2008: le résultat de ce qui sera la fusion de Borsa Italiana et du LSE.
- ▶ Et dès la fin de cette année - début de l'année prochaine, le remplacement de NSC, la plate-forme de négociation d'Euronext par une plate-forme commune: UTP (Universal Trading Platform). Ce sera une plate-forme unique fonctionnellement pour NYSE-Euronext en Europe et aux États-Unis. Il ne s'agit pas de la même plate-forme car évidemment pour des raisons réglementaires et juridiques, il y aura toujours des environnements différents mais ce sera une même plate-forme technique.

En ce qui concerne les CCP, leur évolution suit l'avènement des plates-formes de négociation qui ont fait des choix différents.

Dans le monde du règlement-livraison, on retrouve les grands projets que l'on connaît:

- ▶ T2S avec une décision finale qui doit advenir courant juillet pour une mise en œuvre avant 2013
- ▶ ESES 3 (permettant de régler-livrer les titres de trois pays) fin novembre 2008.
- ▶ Link Up Markets qui devrait être un gestionnaire de transactions pour sept pays Européens.
- ▶ SP Custody, SP Settlement.

Pour le Cash, l'avenir est un peu plus clair désormais.

L'AFTI couvre les sujets du post-marché, il est, cependant, très difficile de parler de l'actualité européenne en dissociant ceux-ci de l'évolution de la partie exécution. C'est pourquoi la présentation d'Equinox abordera les évolutions au niveau de l'exécution, du trading, en comparant avec ce qui a pu se passer aux États-Unis puis dans un deuxième temps analysera l'impact de toutes ces évolutions sur le post-marché. ■

# Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives pour le post-marché

**Jean-François RIGAL**, Directeur Général, Equinox Consulting



Avant de commencer, je tiens à remercier l'AFTI, son président Marcel RONCIN, et Alain POCHET de nous avoir permis de réaliser cette étude sur un sujet passionnant, ainsi que Gaspard BONIN, Antoine PERTRIAUX et toute l'équipe Equinox qui a participé à l'étude.

## Introduction

Nous allons présenter deux sujets : je vais d'abord traiter les sujets liés au trading et à l'exécution, nous verrons ensuite les impacts

concrets de la MIFID, et ceux que l'on anticipe sur le post-marché.

La mise en œuvre de la MIFID poursuit deux objectifs, déjà rappelés par Marcel RONCIN :

- ▶ L'harmonisation des conditions de fonctionnement des marchés en Europe, passant notamment par le renforcement de la protection des investisseurs finaux.
- ▶ La mise en place d'un contexte réglementaire qui favorise le développement d'une plus grande concurrence, en particulier sur les marchés actions.

De fait, la MIFID a encouragé l'émergence

de plates-formes alternatives d'exécution en visant le développement de l'innovation, maître mot dans le marché actuel, l'amélioration de la qualité de service aux clients finaux et la baisse significative des coûts de transaction. Six mois après la mise en œuvre de la directive, notre étude a visé à répondre à deux questions :

- ▶ Qu'est-ce qui a concrètement changé sur les marchés depuis le 1er novembre 2007 ?
- ▶ Quelles sont les évolutions que l'on peut anticiper dans les mois et les années à venir ?

## I. Fragmentation de la liquidité : révolution ou épiphénomène ?

### L'expérience US vs la situation Européenne

Un retour sur l'expérience des marchés américains est intéressant pour comprendre certains des phénomènes qui sont en train de se dérouler en Europe. En effet, les marchés américains au milieu des années quatre-vingt dix ont connu des changements très importants : évolution de leur contexte réglementaire, un peu comme la MIFID, développement et diffusion des nouvelles technologies. Que nous enseigne l'expérience américaine ?

▶ En parallèle de l'évolution du contexte réglementaire, les marchés alternatifs (ATS) se sont développés et différenciés des marchés histo-

riques (le Nasdaq et le NYSE) par les prix, la technologie, la diversification des classes d'actifs, la garantie de Best execution, et également par un mode de fonctionnement plus flexible (par exemple, extension des heures de cotations ou décimalisation).

▶ Ces nouvelles places de marché, les principales étant Instinet et Archipelago, ont effectivement gagné des parts de marché considérables : en avril 2007, environ 40 % des transactions sur les valeurs listées sur le NYSE sont effectuées sur des ATS, qui concentrent également plus de 50 % des transactions sur les valeurs du NASDAQ : il y a donc bien eu une réelle déconcentration de la liquidité aux États-Unis.

▶ Le coût des transactions a progressivement chuté, avec des périodes d'accélération de la chute des prix. Entre 2002 et 2004 par exemple, le prix des transactions a été divisé par 3. Aujourd'hui, le coût des transactions sur les marchés US est 8 à 10 fois inférieur à celui qui est pratiqué sur les marchés réglementés en Europe.

▶ Après une première phase de multiplication des marchés alternatifs, on a observé sur le marché américain une deuxième phase de consolidation de ces marchés (fusions/absorptions). En parallèle, les marchés réglementés qui n'étaient pas très efficaces, ont introduit des carnets d'ordre électroniques – assez récemment, en 2002 pour le NASDAQ et 2004

# Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives

pour le NYSE. Enfin, a succédé une troisième phase avec le rachat par les marchés historiques américains des leaders alternatifs, Inet et ArchaEx – achetés par le NYSE.

En conclusion, on constate un paradoxe sur le marché américain aujourd'hui : il y a une réelle fragmentation de la liquidité mais les marchés alternatifs sont détenus par les marchés historiques.

La comparaison avec les marchés européens n'est évidemment que partiellement pertinente, comme l'a expliqué Alain POCHET. Nous sommes en Europe dans une situation de post-marché beaucoup plus complexe que celle des États-Unis au milieu des années quatre-vingt dix.

► Les marchés réglementés européens, et ceci est vrai depuis plus de quinze ans, sont des marchés plus efficaces que le NYSE et le NASDAQ – les carnets d'ordre électroniques ont été adoptés par les marchés américains une dizaine d'années après leur mise en place par leurs homologues européens

► Les marchés européens restent, malgré toutes les réformes d'infrastructures qui sont en cours, beaucoup moins intégrés que les marchés américains. Les chaînes post-marché restent très hétérogènes

► Nous sommes passés à l'euro mais nous vivons toujours dans un contexte multidevises.

► Le trading cross-border en Europe est encore très peu développé.

► Le périmètre et la qualité des régulateurs nationaux sont assez variables.

► Enfin, l'évolution du contexte réglementaire européen intervient en même temps qu'un mouvement de concentration majeur, avec pas moins de trois grandes fusions qui ont touché les marchés européens en 2007 : NYSE Euronext, Nasdaq-OMX et LSE-Borsa Italiana. Ces trois « mega » marchés concentrent aujourd'hui 70 % de la liquidité des marchés actions dans le monde.

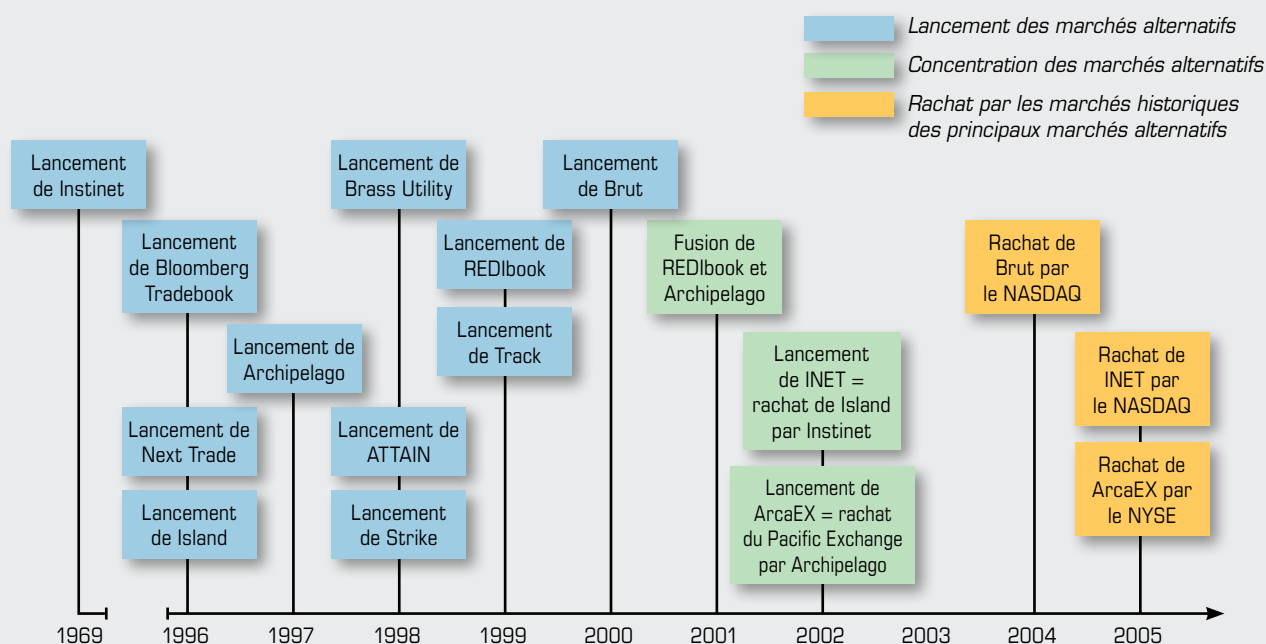
## De nouveaux acteurs

Dans ce contexte européen complexe, y a-t-il eu des changements notables depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007 ?

Lorsque l'on constate l'ensemble des initiatives annoncées depuis six mois, la réponse est clairement positive. L'innovation, qui était un des premiers points recherchés par le régulateur, est au rendez-vous. En effet, on décompte déjà une douzaine de réalisations très concrètes avec trois modèles de marchés alternatifs : Chi-X, Tradegate, et Euromillennium (ce dernier étant réalisé en partenariat avec BNP Paribas pour les aspects post-marché), une plate-forme de reporting transactionnel paneuropéenne : Boat ; et 8 internalisateurs systématiques (qui ne comptent pas de banque française).

Il y a encore beaucoup de projets à venir puisque l'on annonce une quinzaine de marchés supplémentaires, au moins six d'ici la fin de l'année, qui devraient voir le jour, dont des marchés très attendus, Turquoise notamment, le darkpool de Nyse-Euronext et BATS qui s'est développé très vite aux États-Unis ces deux

## Historique des marchés alternatifs cash equity aux États-Unis



Source : DB Research / Equinox Consulting



## Première photo « brute » 6 mois après le 1<sup>er</sup> novembre 2007

### → Des réalisations opérationnelles

#### 3 marchés alternatifs



Lancé en mars 2007, avec aujourd'hui entre 5% et 10% des parts de marché sur les valeurs cotées.

Source : Chi-X 05/2008



Lancé en France en novembre 2007, avec aujourd'hui 10% des flux Cortal Consors sur les valeurs Euronext.

Source : Cortal Consors 05/2008



Branche européenne d'un des darkpools majeurs aux USA, lancée en mars 2008 en partenariat avec BP2S.

#### 1 plate-forme de trade reporting



Plate-forme de trade reporting lancée en novembre 2007, qui concentre aujourd'hui 18% des transactions européennes (plus de 50% sur l'OTC).

Source : Reuters 04/2008

#### 8 internalisateurs systématiques



Source : CESR 05/2008

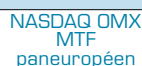
### → Des réalisations à venir dans le courant du second semestre 2008



JUIN 2008



SEPT. 2008



FIN 2008 ?



dernières années.

Il y a bien sûr eu des impacts concrets pour tous les établissements membres de l'AFTI, notamment avec la participation de grandes banques, dont les banques françaises dans de nombreux projets, la baisse significative des tarifs de compensation et les mouvements de réorganisation des chaînes post-marché qui sont en cours.

Regardons un peu plus dans le détail certaines de ces réalisations concrètes, ce qu'elles ont changé et comment elles continuent à se développer.

### Chi-X : premier succès paneuropéen avéré

Commençons par le premier des marchés alternatifs : Chi-X (mars 2007). Il s'est positionné tout de suite comme un modèle de marché innovant, fondé sur une plate-forme de négociation et de clearing paneuropéenne. Sa technologie est ultra-performante : des vitesses d'exécution beaucoup plus rapides que celles des meilleures plates-formes développées par les marchés réglementés. Sa tarification est très agressive et même incitative pour les apporteurs de

liquidité. Grâce à ces avantages ainsi qu'à son lancement précoce, Chi-X a réussi à gagner des parts de marché assez significatives sur les valeurs qu'il traite (5 à 10 %). Quand on regarde globalement la liquidité des marchés actions européens, cela ne représente pour l'instant que 2 %, mais sur certaines valeurs, la liquidité sur Chi-X est très importante.

Si on regarde un peu plus en détail le modèle Chi-X, il y a un certain nombre de challenges auxquels cette plate-forme doit cependant faire face à l'avenir :

- ▶ Le premier challenge tient à la nature de ses participants et de ses clients puisque l'on se rend compte que la liquidité sur Chi-X est surtout le fait des salles d'arbitrage. Celles-ci utilisent beaucoup Chi-X en raison de la rapidité d'exécution qui leur donne un avantage compétitif, et de la tarification très intéressante. Beaucoup de brokers sont connectés à Chi-X, le plus souvent pour des raisons commerciales, ou à la marge, pour diminuer leurs frais d'exécution moyens, mais il y a relativement peu de flux.
- ▶ Le deuxième challenge pour Chi-X : les marchés très attendus qui vont arriver d'ici la fin de l'année, dont Turquoise, directement

concurrent de Chi-X.

L'avenir de Chi-X, sa capacité à gagner des parts de marché sur les marchés réglementés dépendent principalement de deux facteurs : sa capacité à offrir des services pour attirer d'autres donneurs d'ordres que les salles de marché et les arbitragistes, et son aptitude à pouvoir se différencier de plates-formes comme Turquoise.

### Tradegate : d'acteur local à un modèle de référence ?

Un deuxième exemple de concrétisation et de nouveau marché : Tradegate. C'est un modèle de marché très intéressant, totalement différent de Chi-X, car son modèle est basé sur un type de marché de market making visant une clientèle de particuliers, principalement des traders actifs via des partenariats avec des e-brokers.

Il s'agit d'un marché d'origine allemande existant depuis une dizaine d'années en Allemagne, qui cote en continu de 8h00 à 22h00, en garantissant une exécution à un prix au moins aussi bon que celui du marché

## Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives

de référence. Ce marché traite beaucoup de valeurs, à peu près 1000 valeurs aujourd'hui. Les coûts de transaction sur Tradegate sont très faibles puisque Tradegate ne facture ni frais d'exécution, ni frais de clearing pour une raison simple : Tradegate est un market maker qui se rémunère sur les spreads des marchés de référence des valeurs qu'il cote.

Le lancement de Tradegate en France est intéressant et prometteur avec deux partenariats : Cortal Consors et Pro Capital sur des valeurs Euronext. Tradegate représente aujourd'hui dans la volumétrie traitée par Cortal Consors sur les valeurs Euronext plus de 10 % de la volumétrie totale. Les clients, dont les traders actifs de Cortal Consors, ont manifesté un réel intérêt.

Le modèle développé par Tradegate présente des avantages comparables aux systèmes d'internalisation systématique en termes économiques. Pour mémoire, les internalisateurs systématiques, qui ont adopté des modèles de marché de type market making, cherchent à concentrer l'exécution des ordres de leurs clients particuliers principalement, sur lesquels les spreads sont plus importants. En effet, les clients particuliers traitent davantage de valeurs que les institutionnels et souvent des valeurs moins liquides : les spreads sont donc plus intéressants. On peut donc s'interroger sur l'avenir de Tradegate en France à partir du moment où les grands établissements français franchiront le pas de l'internalisation systématique : comment Tradegate pourra-t-il continuer à attirer de la liquidité ?

### Markit Boat : niche « commodity » très efficace

Dernier exemple de réalisation concrète, très intéressante car cela ne concerne pas un modèle de marché mais un nouveau type de service – celui de la fourniture de service de reporting transactionnel – avec Markit Boat. A l'instar des États-Unis, l'ouverture concurrentielle, la fragmentation de la liquidité et les nouvelles exigences en matière de reporting transactionnel ont favorisé le développement des services de trade-reporting. Markit Boat

s'est lancé assez tôt, en 2007, en profitant des hésitations des marchés réglementés naturellement bien positionnés sur ce segment. En terme de gain de parts de marché, c'est certainement le succès le plus important puisque aujourd'hui Markit Boat représente pratiquement 20 % de l'ensemble du marché européen, et plus de 50 % des transactions hors marché de référence.

Les avantages de Markit Boat par rapport aux marchés réglementés – qui sont aussi des fournisseurs de services de reporting transactionnel – sont comparables à ceux des plates-formes d'exécution : une tarification très intéressante et une couverture paneuropéenne. Markit Boat a également bénéficié de deux autres avantages qui l'ont aidé à démarrer très vite : le côté sell-side des actionnaires de Markit Boat – ce sont principalement des brokers américains qui passent par Markit Boat pour leur reporting transactionnel, ce qui leur confère immédiatement une part de marché native, et le côté buy-side – c'est aussi un fournisseur intéressant. En effet, les institutionnels peuvent être assez inquiets devant la fragmentation de la liquidité et la complexité qu'elle engendre. Markit Boat leur permet d'avoir une vue consolidée sur leurs transactions fragmentées entre plusieurs lieux d'exécution.

### Effets contrastés de la pression tarifaire des MTF

L'innovation est bien au rendez-vous avec l'émergence de ces nouveaux modèles de marché qui adoptent le régime des MTF prévu par la Directive et le nouveau type de services tels que le reporting transactionnel.

L'innovation concerne aussi les modèles de tarification : Chi-X sur le modèle américain propose des tarifs qui sont jusqu'à dix fois moins chers que les tarifs des marchés réglementés. Tradegate ne facture ni frais de négociation, ni frais de clearing. Les nouveaux acteurs de la compensation EMCF et EuroCCP proposent également des grilles tarifaires très intéressantes. Malgré ces politiques tarifaires un peu nouvelles en Europe, le niveau moyen du coût des

transactions – élément très important dans la garantie de la Best execution due aux clients – reste assez élevé. En effet, les Bourses n'ont pas encore franchi le pas. Elles n'ont pas revu leurs grilles de tarifs. La comparaison avec les marchés américains sur la partie trading et bourse reste encore assez défavorable à l'Europe. En réalité, les marchés réglementés ne bougeront vraiment que lorsqu'ils se sentiront vraiment menacés par les initiatives qui sont en cours. Un exemple intéressant : Nyse Euronext a annoncé début juin 2008 une baisse de ses tarifs jusqu'à 30 % sur les activités de trading à haute fréquence. Cela constitue selon nous une première réponse au déplacement du segment de liquidité des arbitragistes et des traders à haute fréquence vers Chi-X.

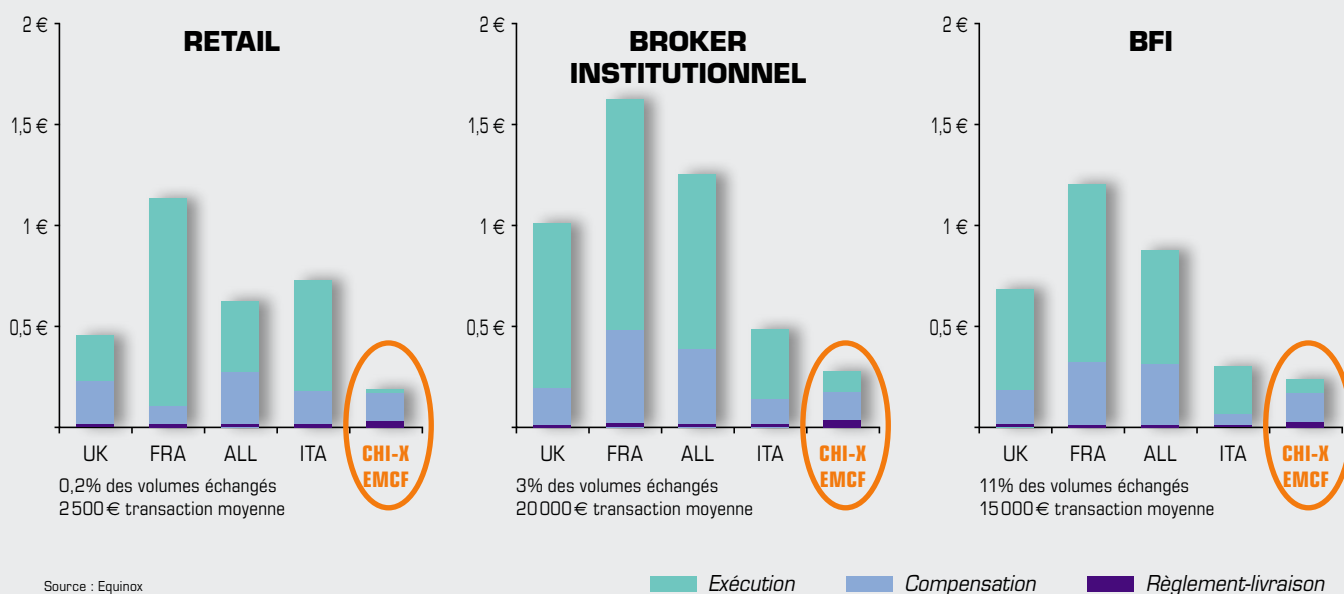
### Les marchés réglementés toujours en position de force...

Les marchés réglementés européens sont en réalité dans une situation encore assez favorable. Contrairement à leurs homologues historiques américains, ce sont des marchés qui sont plus efficaces.

Ils présentent également deux autres avantages. D'une part, leur statut de marché de référence offre une garantie « statistique » de best execution. Les marchés réglementés restent les marchés les plus liquides – étant donnée la règle de concentration en Europe, au démarrage de la MIFID dans certains pays comme la France, ils avaient en principe une liquidité proche de 100 %. D'autre part, leur grille de tarif dégressive rend le développement des plates-formes alternatives de type Smart Routing assez difficile à réaliser.

La capacité d'investissement des marchés réglementés doit leur permettre d'apporter des premières réponses aux innovations qu'ils considéreront comme menaçantes sur le plan technologique, sur le plan tarifaire mais aussi sur le plan du lancement de nouvelles offres. Pour reprendre l'exemple de Nyse Euronext, dès le 1<sup>er</sup> novembre 2007, Nyse Euronext a proposé un service de matching prioritaire dans son carnet d'ordres. C'est une forme de

## Coûts de transaction explicites par type d'acteur - Mai 2008



réponse aux velléités de certains établissements tentés de mettre en place des services d'internalisation systématique assez rapide. Nyse Euronext prévoit de lancer sa plateforme de crossing, Smartpool, en réponse aux darkpools américains qui commencent à arriver en Europe.

Enfin, les marchés réglementés nationaux continuent de lister de façon de plus en plus importante des valeurs paneuropéennes: il s'agit aussi d'une manière de répondre aux MTF, paneuropéens par nature.

### ... mais de réels facteurs de fragmentation

Malgré les avantages certains des marchés réglementés que nous venons de décrire, nous restons convaincus que la MIFID représente un bouleversement majeur du paysage financier européen puisque la Directive a créé trois nouveaux espaces de liquidité:

- Le premier espace de liquidité est occupé par les MTF comme Chi-X, fondés sur des

modèles de marché classiques et connus: des carnets électroniques centraux ou des modèles de market making comme Tradegate. Malgré leurs avantages concurrentiels (grilles de tarifs dégressifs, etc.), les marchés alternatifs occupent encore une petite place. Il est cependant très possible que dans les mois qui viennent, il y ait un déplacement de liquidité plus important des marchés réglementés vers ces MTF construits sur des modèles traditionnels, surtout si leurs actionnaires de référence leur apportent de la liquidité (c'est la crainte qu'ont les marchés réglementés avec le démarrage de Turquoise) ou, si ces MTF s'ouvrent aux pools de liquidités internes de grands groupes bancaires.

- Le deuxième espace de liquidité qui est créé par la MIFID est celui qui va être occupé par les darkpools, plates-formes de crossing sur lesquelles nous reviendrons, qui sont des modèles de marché encore relativement peu répandus en Europe mais qui répondent à un vrai besoin des investisseurs institutionnels. Si on se réfère encore une fois au

marché américain où ces modèles existent depuis une dizaine d'années, les darkpools pourraient gagner en Europe des parts de marché allant de 5 à 10 % dans les années qui viennent.

- Dernier espace de liquidité: celui que vont occuper les grandes banques à réseaux. Elles ont potentiellement un rôle important à jouer dans la redistribution des cartes en rationalisant la structure de leurs flux d'ordres et en adoptant le statut d'internalisateur systématique.

### Quel avenir pour les darkpools en Europe?

Revenons sur les darkpools, encore mal connus en Europe. Ce sont des plates-formes électroniques de crossing de blocs, c'est-à-dire des plates-formes d'échange d'intentions d'ordres de taille importante. Les donneurs d'ordres ont une garantie d'anonymat. Les exécutions se font à un prix importé du marché de référence, en général le marché réglementé, ou à un prix négocié entre les contreparties. Ce marché

## Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives

s'adresse aux investisseurs institutionnels qui ont comme premier objectif dans l'exécution de leurs ordres de taille importante de réduire au maximum l'impact marché de ces ordres. De façon à satisfaire la vocation des darkpools, le régulateur européen a accepté qu'ils n'aient pas d'obligation de transparence pré-trade. Les darkpools peuvent également reporter leurs transactions en différé comme cela se fait aux États-Unis. Les darkpools ont du point de vue réglementaire un certain avantage pour se développer.

Aux États-Unis, on recense plus d'une vingtaine de darkpools, dont quatre principaux qui se répartissent 80 % du marché : ITG Posit, NYFIX, Liquidnet et Pipeline. Ces plates-formes de crossing ont connu un développement extrêmement rapide depuis 2005 puisqu'on estime que d'ici 2010, ils devraient récupérer 15 % de la liquidité de l'ensemble des marchés US. Cela est principalement dû à l'amélioration progressive des moteurs de crossing des darkpools ainsi qu'à la diffusion des techniques de trading algorithmiques et de leur corollaire qui est la baisse de l'encours moyen par exécution sur les marchés historiques.

En Europe, le phénomène est plus récent puisqu'il n'existe aujourd'hui que trois acteurs, plus deux nouveaux annoncés pour la fin de l'année : Smartpool de Nyse Euronext et Pipeline. Le développement des darkpools en Europe va principalement dépendre de trois points :

- ▶ Le changement de comportement des institutionnels et des buy-sides qui sont un peu réticents devant l'opacité de ces plates-formes.
- ▶ Le positionnement des grands brokers et des sell-sides vis-à-vis des darkpools.
- ▶ La capacité des marchés réglementés à proposer des offres de service différenciantes, soit par le type d'ordre (ex : ordres « iceberg » ou « Hidden ») ou en créant leur propre système de crossing adossé à leur carnet d'ordres central comme va le faire Nyse Euronext.

### Deux rôles clés pour les grands groupes bancaires

Les grands groupes bancaires, qui sont des fournisseurs très importants de liquidité à travers de leurs flux d'ordres réseau, banque privée ou gestion pour compte de tiers, ont un rôle essentiel à jouer dans la recomposition du paysage financier pour leurs activités de buy side et de sell side. Les grandes banques ont tout intérêt à pousser l'innovation et à continuer à faire pression sur les prix des marchés, des chambres de compensation ou des CSD de façon à améliorer leur marge. Depuis novembre 2007, dans quasiment toutes les initiatives qui ont été annoncées (nouvelles places de marché ou initiatives de type Markit Boat), il y a des actionnaires de référence qui sont des grandes banques, surtout des grandes banques d'investissement d'origine anglo-saxonne.

Les banques ont un deuxième moyen d'action important. En créant le statut d'internalisateur systématique, la MIFID a conduit ces grandes banques à repenser l'organisation de leurs flux d'exécution. La deuxième étape pourrait être l'évolution des plates-formes d'internalisation vers un marché de type MTF à partir du moment où la banque qui essaierait de devenir internalisateur systématique souhaiterait traiter des ordres de clients d'autres établissements bancaires - le cas n'existe pas encore mais cela est envisageable une fois que la liquidité est suffisante.

### Positionnement actuel des groupes français

Sur le plan de la promotion des nouvelles plates-formes d'exécution, deux groupes jouent un rôle moteur : BNP Paribas et Société Générale qui ont pris des participations minoritaires dans Chi-X et dans Turquoise. BNP Paribas est aussi partenaire de l'initiative Smartpool de Nyse Euronext avec HSBC et de Clearing Settlement Agent du darkpool NyFIX Euromillennium. L'utilisation des plates-formes qui ont été créées depuis novembre 2007 est beaucoup plus large et variable selon les types d'activité. Ce sont surtout les activités d'arbi-

trage qui sont consommatrices des services de Chi-X, ainsi qu'une partie des brokers qui proposent leur service de connexion à Chi-X pour des raisons commerciales. La plupart des plates-formes retail industrielles sont dans une position d'attente aujourd'hui car il n'y a pour l'instant pas de pression particulière de la part des clients des réseaux. De plus, parmi les acteurs B to C, seuls les e-brokers ont réellement investi dans ces nouvelles plates-formes. Sur le plan de l'internalisation systématique, il n'y a pas eu aujourd'hui de concrétisation en France. Cela tient à plusieurs raisons vues précédemment, mais certains établissements travaillent à la rationalisation de ces flux. Des projets sont en cours et devraient se concrétiser au deuxième semestre 2008 ou courant 2009.

### De l'exécution cash equity aux dérivés... puis au post-marché

La MIFID concerne l'ensemble des classes d'actifs à quelques exceptions près.

Dans les initiatives qui sont annoncées pour la fin de l'année 2008, on trouve un nouveau marché : Rainbow. Ses initiateurs sont les mêmes que pour Chi-X ou Markit Boat (grands brokers américains). Rainbow va proposer une solution alternative de trading et de clearing sur les produits dérivés listés. Il y a beaucoup de débats aujourd'hui sur Rainbow : comment le Liffe va-t-il réagir face à l'apparition de Rainbow ? Il adopte pour l'instant une position très défensive puisqu'il essaie de favoriser la création d'un silo de compensation complémentaire pour se protéger, pour empêcher la fongibilité de ses titres ou le risque de netting entre les deux plates-formes. Cela permet de voir que la fragmentation de la liquidité s'étend par contagion aux problématiques post-marché.

**Jean de CASTRIES**, Directeur  
Général, Equinox Strategy



## II. Toujours plus de complexité post-marché

### Un environnement post-marché européen fragmenté par nature

L'émergence de nouveaux acteurs et la fragmentation de la liquidité vont bouleverser les équilibres traditionnels du post-marché. Je vous propose de faire un petit retour en arrière pour mieux comprendre les enjeux qui se posent pour le post-marché.

Si l'on parle de marché européen depuis déjà de nombreuses années et si l'on a pu noter

quelques initiatives de consolidation dans ce sens, nous sommes encore loin de pouvoir parler d'un marché unique.

Par construction, il existe une chambre de compensation par marché, et donc par pays. Il faut initialement compter autant d'infrastructures post-marché que de pays :

- ▀ Chacune ayant ses spécificités en termes de services (ainsi, il n'y a pas de CCP en Espagne).
- ▀ Chaque infrastructure ayant son mode opé-

rationnel propre (modèle de netting TDN ou CNS) et ses propres pratiques de place (ex : règlement-livraison en J+2 en Allemagne et J+3 dans les autres pays européens).

Par ailleurs, chaque infrastructure est soumise à une réglementation locale spécifique, qui définit les statuts et licences exigibles, la fiscalité etc.

En 1999, je le rappelle, il existait 23 CSDs et 14 CCPs!

L'environnement post-marché européen est donc fragmenté par construction, et ces disparités rendent très complexes les initiatives de rationalisation

La conséquence directe pour l'ensemble des entreprises d'investissement, c'est bien entendu l'importance des coûts post-marché dès lors que l'on intervient dans un cadre multipays.

Prenons quelques exemples pour illustrer les disparités du post-marché : nous avons dans le tableau de la page suivante 5 des plus importants marchés en Europe. Chacun a une organisation qui lui est propre :

- ▀ En Allemagne, Italie et Espagne la plateforme de trading et les infrastructures post-marché appartiennent au même groupe, créant ce que l'on appelle les « silos verticaux ».
- ▀ En ce qui concerne Euronext ou l'Angleterre, les opérateurs CCP et CSD appartiennent capitalistiquement aux mêmes groupes mais opèrent selon des processus différents.





# Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives

Les différences ne concernent pas seulement les modèles mais aussi les services offerts :

- ▶ En Italie, la CCP se porte contrepartie mais le netting est opéré par le CSD (via X-TRM).
- ▶ Dans la zone Euronext et en Allemagne, le netting est pris en charge par la CCP.

... Par ailleurs, les mêmes terminologies cachent des processus différents :

- ▶ Le netting est pratiqué différemment en Angleterre - Trade date netting - et dans la zone Euronext qui fait du continuous net settlement.
- ▶ Et quand on regarde les services offerts en matière de gestion du collatéral par les différentes CCP, la réalité diffère selon les pays.

Enfin, la réglementation, comme évoqué précédemment, est elle-même propre à chaque marché/pays :

- ▶ En France, une CCP doit avoir le statut d'institution de crédit.
- ▶ En Angleterre, il y a nécessité d'obtenir une autorisation du « Financial Services and Market Act (2000) ».

- ▶ En Allemagne, une CCP doit obtenir une licence bancaire allemande.

Et je ne parlerai pas de la problématique des devises, qui est en partie réglée avec le passage à l'euro mais reste encore d'actualité pour certains marchés...

Alors évidemment, quand on compare l'organisation du marché Cash Equities aux États-Unis et en Europe, tout paraît beaucoup plus simple de l'autre côté de l'atlantique : une devise unique, une CCP et un CSD...

## Entre intégration et fragmentation

Face à ce constat d'hétérogénéité et de fragmentation, que se passe-t-il aujourd'hui ?

Outre les recommandations CPSS/IOSCO et le rapport Giovannini qui font état des problématiques et des barrières majeures à la consolidation du post-marché européen, plusieurs initiatives structurantes de rationalisation et d'intégration aussi bien européennes que privées ont déjà été lancées. Elles sont en train de modifier en profondeur le visage du post-marché. Parmi les initiatives de place déjà mentionnées précédemment, notons : T2 cash et T2S.

Et pour ce qui est des initiatives privées réussies : l'harmonisation du R/L chez Euroclear avec ESES, et la compensation de 4 marchés chez LCH.Clearnet SA.

Ces initiatives vont principalement dans le sens de l'intégration du post-marché européen. Celui-ci se trouve cependant confronté à un nouveau facteur de fragmentation introduit par la MIFID lié à la concurrence des plateformes d'exécution.

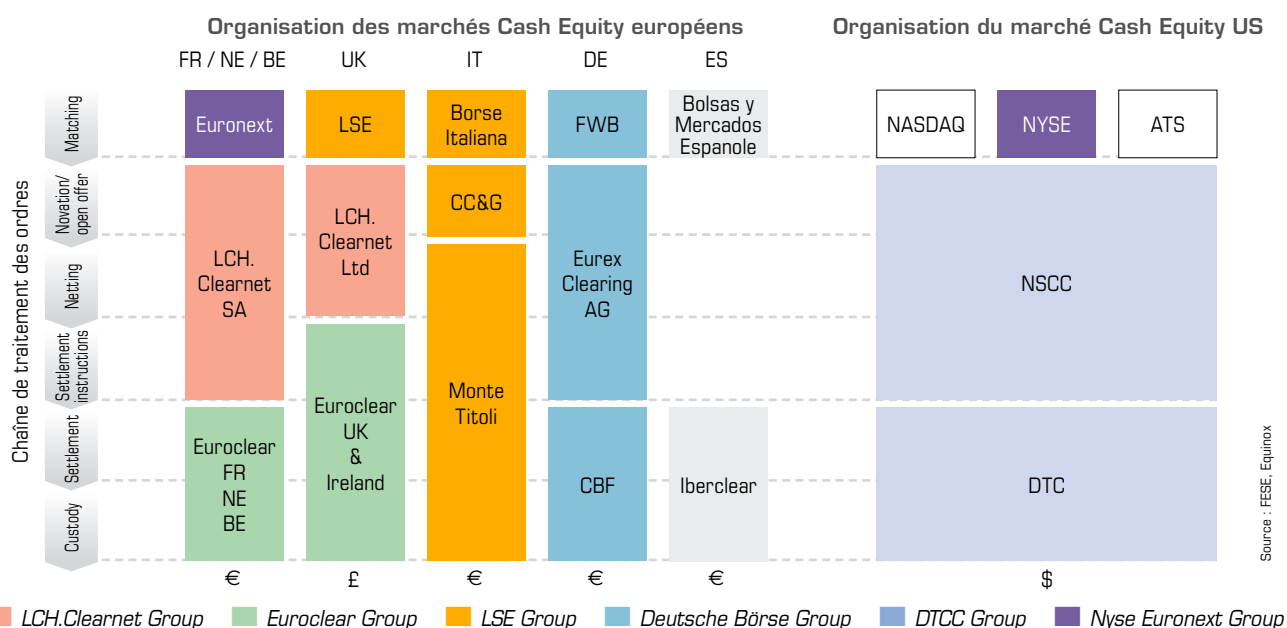
## Fragmentation de la liquidité et complexité post-marché

Un des impacts majeurs de la mise en œuvre de la MIFID sur le post-marché, c'est en effet la fragmentation de la liquidité.

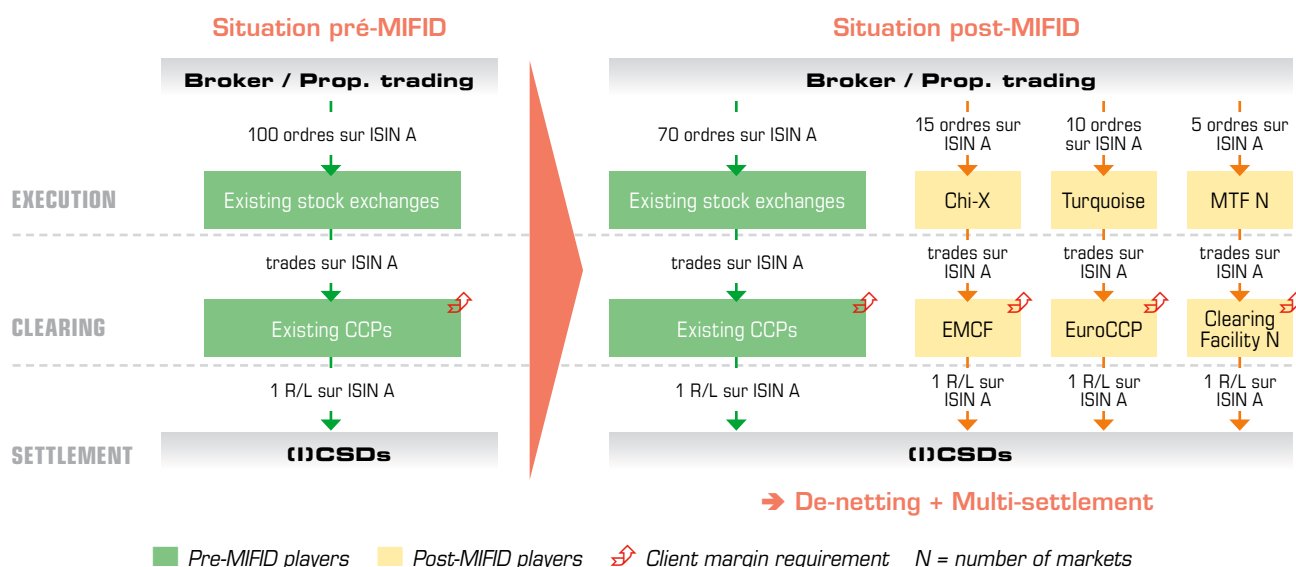
Prenons l'exemple d'un acteur réalisant 100 transactions sur une valeur A dans une journée (page suivante) :

- ▶ Avant la MIFID, cet acteur exécute ses transactions sur le marché historique qui cote cette valeur (il n'a pas le choix). Il se voit compensé par l'unique CCP historique associée au marché.
- ▶ Après la MIFID, notre même broker va pou-

## Organisation verticale vs. Organisation horizontale



## Fragmentation de la liquidité et complexité post-marché



voir exécuter ses transactions sur plusieurs plateformes de trading, profitant des cours les plus avantageux. Dans notre exemple: 15 ordres sur Chi-x, 10 sur Turquoise, et 5 sur d'autres MTFs.

Contrairement à la situation précédente, il va être compensé par chacune des CCPs associée au marché sur lequel il a exécuté ses ordres. Quelle en est la conséquence directe? L'opérateur ne va bénéficier que d'un netting partiel puisque chacun des ordres va être compensé par une CCP différente. Cela a un impact direct sur la fragmentation de la liquidité et un impact en terme de netting.

En continuant notre exemple:

- ▶ Avant la MIFID, notre acteur aura: 1 instruction R/L pour la valeur A qu'il a traitée, et 1 appel de marge global.
- ▶ Après la MIFID, il aura: N instructions de R/L pour la valeur A (1 par marché) et N appels de marge (1 par CCP).

La fragmentation de la liquidité introduite par la MIFID se traduit donc par des impacts très concrets pour les acteurs du post-marché:

- ▶ D'une part, l'augmentation des appels de marge.
- ▶ D'autre part, l'augmentation des coûts opé-

rationnels induits par la multiplication des instructions de R/L.

... N'oublions pas également les impacts opérationnels forts liés à la connexion aux différentes plateformes. Cela représente autant d'investissements différents, autant de facteurs de complexité et, de fait, une augmentation significative des risques opérationnels.

### Fragmentation de la liquidité et besoin en collatéral

Un des effets paradoxaux de la MIFID et du Code of Conduct est d'augmenter de manière significative durant une période transitoire les risques opérationnels au niveau du post-marché. La gestion du collatéral et l'optimisation du besoin en collatéral deviennent un enjeu majeur pour les différents acteurs.

Equinox Consulting a réalisé pour un de ses clients agent de compensation et de règlement-livraison une étude qui montre que le besoin de collatéral augmente sensiblement en fonction de deux facteurs: la fragmentation de la liquidité, c'est-à-dire le pourcentage des opérations traitées en dehors du marché historique et le nombre de marchés qui sont utilisés.

Pour un nouveau marché, Chi-X par exemple,

en concurrence avec les marchés historiques Nyse-Euronext ou le LSE, l'augmentation du montant de l'appel de marge pour un agent de compensation pourrait aller jusqu'à 25 % de montant supplémentaire dans l'hypothèse d'un taux de fragmentation de 50 % (cf. haut de la courbe rouge). Si on prend le même exemple avec deux marchés alternatifs, l'augmentation maximale des appels de marge serait de 40 % du volume dans l'hypothèse où il y aurait 60 % du volume global qui sortirait du marché historique. Les impacts financiers et en terme de compétitivité opérationnelle au niveau du post-marché sont donc majeurs.

Un des enjeux majeurs va donc être de réduire les effets négatifs liés à la fragmentation de la liquidité afin de limiter les coûts additionnels financiers et opérationnels.

### La fragmentation de la liquidité est un enjeu majeur pour les infrastructures post-marché

Quels sont les leviers, et pour quels acteurs? À court terme, les **agents de compensation** peuvent jouer un rôle important en se connectant aux différents marchés et en proposant à leurs clients une offre globale de compensation

# Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives

et de règlement-livraison couvrant l'ensemble des marchés et permettant ainsi de réduire les effets de la fragmentation pour leurs clients.

Le principal avantage des agents de compensation est le « time to market » dans leur capacité à se connecter rapidement aux différentes infrastructures de place.

A moyen terme, les **chambres de compensation**, grâce à leur positionnement central dans la chaîne post-marché, auraient la possibilité de réduire, voire d'annuler l'effet de la fragmentation en se connectant directement aux différents marchés.

Par exemple, prenons une CCP qui compenserait à la fois Nyse Euronext et Chi-x. Elle pourrait netter l'ensemble des trades exécutés sur les valeurs Nyse Euronext, qu'elles soient traitées sur Chi-x ou sur Nyse Euronext, ce qui serait totalement transparent pour ses clients: il y aurait 1 netting global par valeur et par jour, et donc:

- ▶ Un calcul de risque global, et donc un appel de marge identique à celui calculé sur un seul marché.

- ▶ Une instruction de règlement-livraison par valeur et par jour.

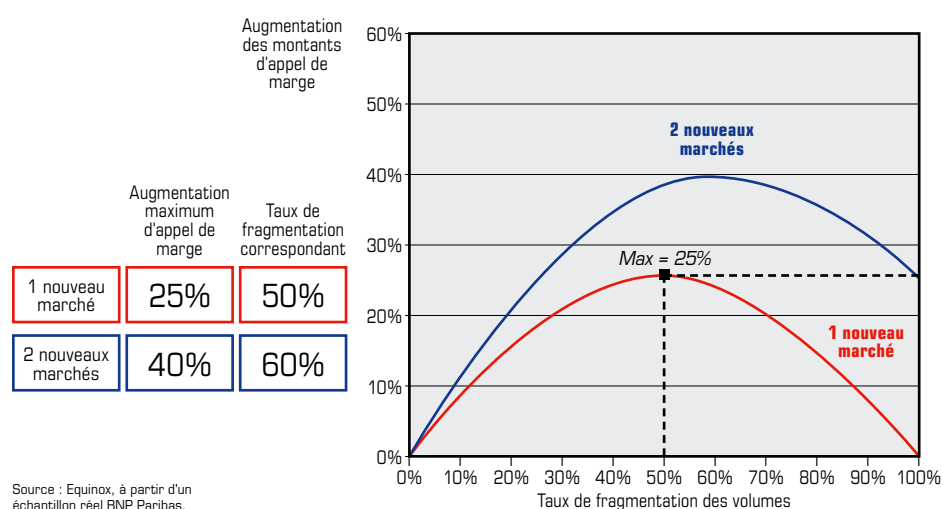
Nous pensons que des offres vont se développer dans les semaines et les mois qui viennent. Ces offres vont permettre aux opérateurs de voir les impacts négatifs liés à la fragmentation

disparaître ou être atténués.

En résumé ce sont des opportunités mais aussi des risques pour les différents acteurs du post-marché pour lesquels la MIFID génère, en plus de la fragmentation, une véritable concurrence...

## Fragmentation de la liquidité et besoin en collatéral

Estimation de l'augmentation des appels de marge liée à la fragmentation de la liquidité



## III. Concurrence et Interopérabilité

### Émergence de nouveaux acteurs pour accompagner le développement des MTFs

Regardons à présent qui sont les nouveaux acteurs et comment se positionne leur offre.

Le développement des MTFs s'est en effet accompagné de l'arrivée de nouveaux acteurs post-marché paneuropéens pour accompagner leur développement, acteurs qui viennent de fait concurrencer les acteurs historiques.

Le premier, **EMCF**, filiale de Fortis a été choisi par Chi-x pour compenser l'ensemble des valeurs traitées sur ce marché alternatif, soit aujourd'hui 7 pays.

Le second, **EuroCCP**, filiale de l'américain DTCC, assurera la compensation de Turquoise

dès son lancement en septembre prochain sur un ensemble de 14 pays.

D'un point de vue opérationnel, ces deux nouveaux entrants proposent des services similaires aux CCP historiques: la novation, un service de netting (TDN), le risk management et le collateral management.

Au niveau du règlement-livraison, ces deux acteurs passent chacun par un settlement agent - Fortis pour EMCF, et Citi pour EuroCCP - qui leur permet d'instruire les CSD nationaux.

### Un positionnement agressif accordé sur celui des MTFs

On peut dès lors légitimement se poser la question suivante: pourquoi l'émergence de

ces nouveaux acteurs et qu'est ce qui a conduit Chi-x et Turquoise à les choisir plutôt qu'à avoir recours aux CCPs historiques?

Tout d'abord, le périmètre des valeurs traitées sur ces marchés est paneuropéen, là où chacune des CCP historiques est aujourd'hui d'abord positionnée sur un marché.

Le « time to market » mis en avant par EMCF et sa capacité à couvrir l'ensemble des valeurs traitées sur Chi-x a certainement constitué un facteur de différenciation majeur. Depuis son lancement, EMCF a d'ailleurs su accompagner le développement rapide de Chi-x et l'extension du périmètre des valeurs traitées.

Le deuxième facteur qui a permis l'émergence de ces nouveaux acteurs, c'est l'attractivité des tarifs proposés (14 centimes pour EMCF sur les

# pour le post-marché

valeurs Françaises, 6 centimes annoncés par EuroCCP, soit le tarif le plus bas du marché européen). Par ailleurs, EMCF annonce un engagement de baisser ses tarifs en fonction des volumes supplémentaires constatés par sa plate-forme: plus la plate-forme recueillera de volumes, plus la réduction de tarif sera grande.

Sur ce point, EuroCCP se positionne ouvertement comme une organisation « non for profit »

L'émergence de ces acteurs a de plus été considérée favorablement par les régulateurs.

Des atouts forts donc pour ces deux CCPs alternatives, même s'il convient de prendre en compte certains éléments de risque pour lesquels nous n'avons pas aujourd'hui de recul suffisant. Nous en voyons 3 principaux:

- ▶ EuroCCP n'est pas encore opérationnel. S'il s'appuie largement sur l'expérience de DTCC, EuroCCP n'a pas d'expérience des marchés européens continentaux.
- ▶ Quelle est la sensibilité au risque et quelle est la stabilité de ces nouveaux acteurs? Historiquement, LCH ou d'autres ont montré leur capacité à gérer des risques extrêmement pointus et tout le monde s'accorde à reconnaître leur stabilité. Peut-on dire la même chose de ces nouveaux acteurs?
- ▶ Troisième facteur de risque: l'évolution pos-

sible du positionnement des régulateurs qui s'adaptent au nouveau contexte européen - et qui pourraient revoir leurs exigences vis-à-vis de ces acteurs. Ne vont-ils pas poser de nouvelles exigences vis-à-vis d'eux en considérant les niveaux de risques générés par ces nouveaux opérateurs et par l'interopérabilité?

Enfin, le développement d'EuroCCP et EMCF est directement dépendant de la réussite de Turquoise et Chi-x, même si ces deux acteurs ne s'arrêtent pas là:

- ▶ EMCF a été sélectionné par la plateforme paneuropéenne de NASDAQ OMX ainsi que par BATS Trading Europe.
- ▶ EuroCCP s'est positionnée sur SmartPool, de Nyse Euronext pour les valeurs non Euronext.

## Forte pression sur les frais de compensation

La compétition qui s'installe sur le post-marché se traduit par une véritable guerre des prix: les nouveaux acteurs, en affichant des tarifs agressifs sur la compensation mettent une pression forte sur les CCP historiques qui ont réagi en annonçant successivement plusieurs baisses importantes de leurs tarifs.

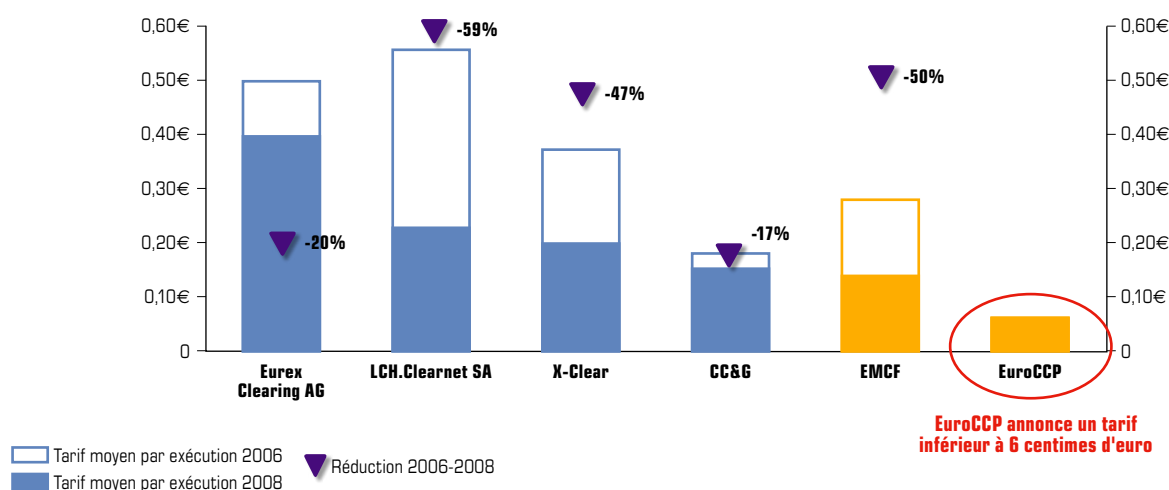
Ainsi LCH.Clearnet SA a diminué ses tarifs en moyenne de près de 60 % depuis 2006, passant d'environ 56 centimes d'euro par trade à 21 centimes aujourd'hui. X-Clear a également baissé ses tarifs de près de 50 % sur cette période.

Cette analyse doit toutefois être nuancée par le contexte économique très favorable de ces dernières années, notamment l'augmentation significative du nombre de transactions: + 47 % sur Nyse Euronext entre 2006 et 2007, et + 70 % sur le LSE sur cette même période. Cette explosion du volume des transactions a bien évidemment rendu plus facile aux CCPs historiques la diminution de leurs tarifs basés sur une facturation à la transaction. Quand le modèle de tarification est basé sur les volumes, il est plus facile pour des CCP de baisser leur tarif et d'avoir un business model qui continue à tenir la route.

Par ailleurs, la comparaison entre les différentes chambres de compensation doit être nuancée au regard des services fournis qui ne sont pas homogènes selon les marchés, comme nous l'avons vu tout à l'heure. Il y a en effet beaucoup de marketing et de communication dans les annonces de baisse des prix.

Enfin, notre analyse, pour des raisons de simplification, ne couvre pas le coût des services annexes proposés par les CCP ni le coût du

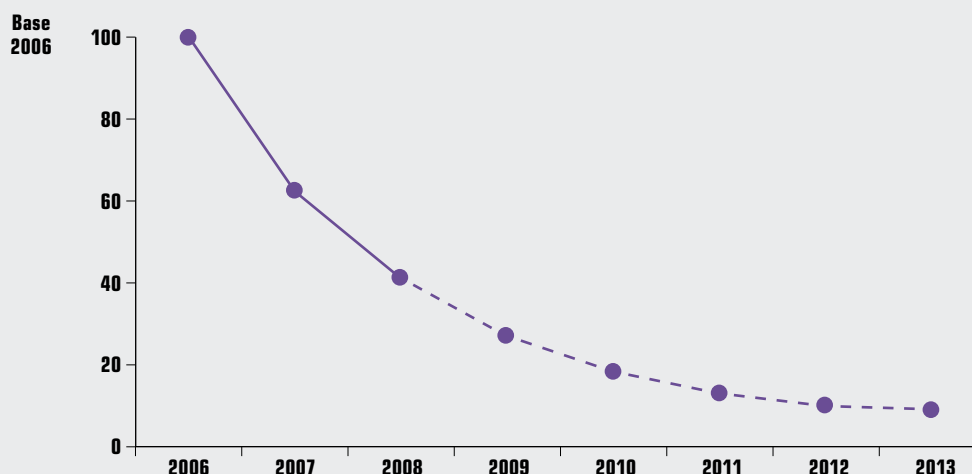
## Réduction des tarifs de compensation depuis 2006



## Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives

### Forte pression sur les frais de compensation

Interpolation de la tendance à la baisse des frais de compensation



Source : Equinox Consulting

collatéral qui diffère suivant les acteurs. Par exemple, la rémunération du collatéral cash est tarifée à EONIA -0.13 % chez LCH.Clearnet SA contre EONIA -0.50 % chez EMCF. A l'inverse, la tarification du collatéral titres est plus avantageuse chez EMCF que chez LCH. Clearnet SA (1bp contre 5 bp)

Face à cela, que peut-on anticiper comme évolution ?

**Nous pensons que le potentiel de baisse est extrêmement important dans les cinq ou six années prochaines.**

Outre-atlantique, DTCC pour le clearing est aujourd'hui à 0,6 cents (\$), c'est-à-dire dix fois inférieur à EuroCCP. Il y a donc certainement un potentiel de baisse en Europe également.

### L'interopérabilité comme complément post-marché à MIFID

Si l'on zoome sur l'interopérabilité, le principe en a été posé dans le Code of Conduct par le commissaire Mc CREEVY comme un complément post-marché à la MIFID. Si la Directive a défini un certain nombre de principes pour encadrer la libre concurrence au niveau des marchés européens, elle est restée beaucoup

plus vague sur la partie post-marché.

Ainsi l'ensemble des marchés régulés européens, des organismes de compensation et des dépositaires centraux ont travaillé depuis fin 2006 à l'élaboration d'un code de conduite, en réponse à l'appel de M. Mc Creedy en faveur d'un marché des opérations de post-négociation plus efficace et intégré dans l'Union Européenne.

Le code exige deux éléments des signataires : l'accès et l'interopérabilité. L'objectif est de donner aux participants la liberté du choix de leurs fournisseurs à chaque étape de la chaîne du traitement marché et post-marché : négociation, compensation et règlement - livraison. Ce code vise à donner plus de transparence marché et post-marché. Il est important de noter que le Code of Conduct n'est pas une Directive mais plutôt un « gentlemen agreement » que les infrastructures de marché européennes se sont engagées à respecter.

Quel en est l'enjeu pour les infrastructures de marché, les CSD et les CCP ?

Au travers de l'interopérabilité requise par le Code of Conduct, les CCP et les CSD peuvent entrer en concurrence sur les différents marchés et tenter de gagner des parts de marché sur des marchés historiques auxquels ils

n'avaient pas accès jusqu'à présent en accompagnant le développement de leurs clients.

Pour les participants de la compensation et du règlement - livraison, l'interopérabilité va permettre, jusqu'à un certain point, de réduire les effets négatifs induits par la MIFID vus précédemment. De plus, le Code of Conduct permet la connexion multimarchés avec un nombre limité d'acteurs.

L'introduction de la libre concurrence a donc pour objectif de réduire les tarifs appliqués en Europe mais cela génère parallèlement une complexité qui pourrait avoir un effet inverse. Pourquoi ?

Si on prend l'exemple du modèle d'interopérabilité dit « peer to peer » tel que décrit dans le Code of Conduct avec deux chambres de compensation en concurrence sur un même marché, on observe deux impacts structurants :

- ▶ Le trade routeur en sortie de la plate-forme de trading oriente les ordres vers la bonne CCP.
- ▶ Il faut également une réconciliation entre les CCP puisque, dans le cas d'une transaction effectuée sur un marché avec un participant compensé par deux CCP, les deux CCP se trouvent contreparties l'une de l'autre. Elles



vont devoir mettre en place un dispositif d'appel de marge réciproque. Cela implique une harmonisation et un point de vue communs sur les mécanismes de calcul de marge entre les deux CCP. Enfin, il faut que, dans ce modèle peer to peer d'interopérabilité, les processus de gestion des buy-in et de fails soient harmonisés entre les deux CCP pour obtenir un traitement identique et cohérent entre les membres.

Ces adaptations sont structurantes, coûteuses.

## De nombreuses demandes...

On comptabilise aujourd'hui 82 demandes, soit émises par les CCP vers les marchés, les autres CCP et les CSD, soit émises par les CSD directement vers les autres CCP. Parmi ces demandes, le marché à qui l'on prête le plus d'attention est Euronext, suivi du LSE, de Xetra puis de Borsa Italiana.

Mais aujourd'hui, il n'y a aucune réalisation

concrète liée au Code of Conduct. En revanche, des exemples d'interopérabilité existent d'ores et déjà mais non liés au Code of Conduct: lien entre LCH.Clearnet S.A. et CC&G sur le marché MTS des bonds en Italie (interopérabilité fonctionnant depuis décembre 2002!) et lien entre LCH.Clearnet et SIS X-Clear.

## ... mais pas d'aboutissement concret

L'interopérabilité peut-elle s'appliquer en l'état et telle que définie aujourd'hui par le Code of Conduct et par les réflexions des différents acteurs?

Il est clair que l'application concrète du code of conduct pose un certain nombre de difficultés pour les infrastructures, à commencer par le fait qu'il s'agit à aujourd'hui d'un texte « volontariste » et non d'une Directive. Quelles sont ces difficultés?

► L'application du Code exige des négociations entre futurs concurrents sur la base d'un

« gentlemen agreement » - le Code of conduct lui-même - Il suppose des négociations et des accords entre des partenaires qui n'arrivent pas toujours à se parler.

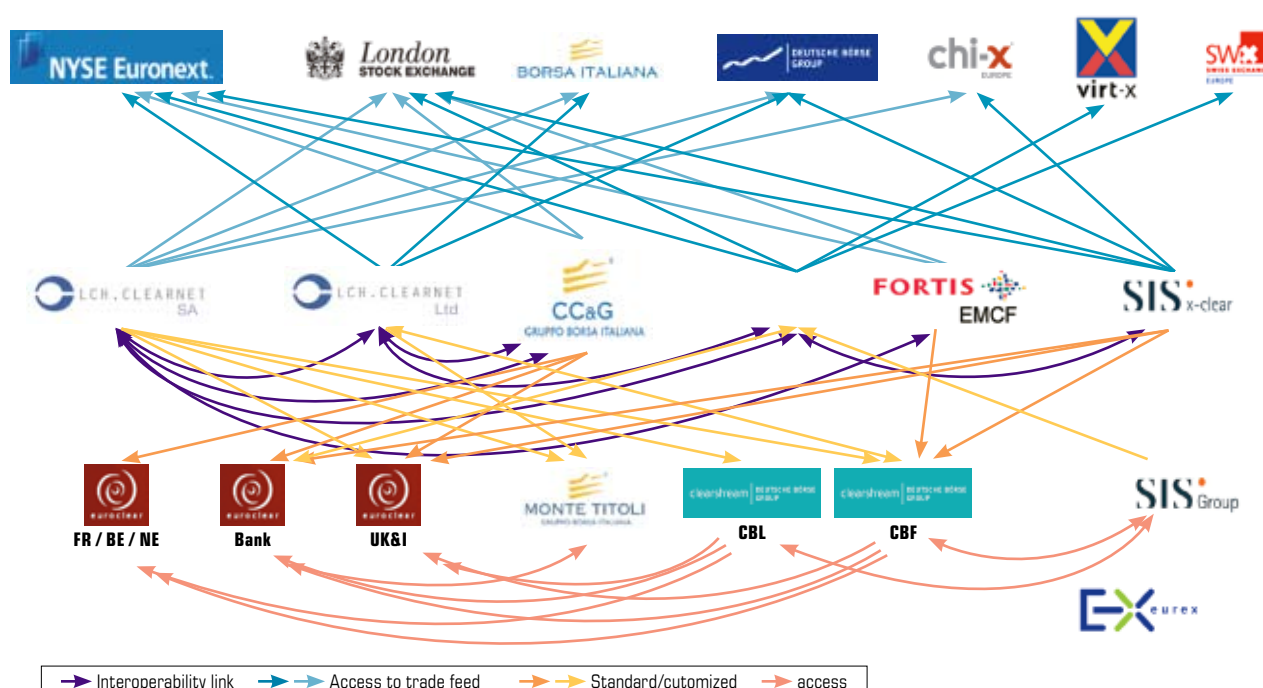
► Cela nécessite également pour les partenaires historiques un travail d'apprentissage et de compréhension des processus opérationnels de marché des autres CCP. Cela signifie, par exemple, que LCH.Clearnet S.A. doit comprendre en détail les mécanismes de gestion des risques, de buy-in, de fails, de Clearstream. Cela implique des investissements lourds en temps puis en infrastructure.

► Un autre point va freiner l'application de l'interopérabilité: certains marchés sont protégés par leur modèle en silo, notamment les marchés allemands et italiens.

► L'interprétation même du Code of Conduct est différente selon les acteurs. Il n'y a pas la même vision entre les opérateurs historiques de ce que recouvre le périmètre Cash Equity.

► Chacune des interprétations des exigences réglementaires liées à l'interopérabilité est spé-

## Aperçu des principales demandes d'accès et d'interopérabilité enregistrées dans le cadre du Code of conduct - Juin 2008



Source : Equinox / Commission Européenne

## Nouvelle organisation des marchés européens : enjeux et perspectives pour le post-marché

cifique par pays. Contrairement à ce que l'on aurait pu imaginer, il n'y a pas aujourd'hui de vision commune des régulateurs européens sur l'interopérabilité et sur ses impacts légaux, fiscaux, etc.

► Les régulateurs devront prendre en considération le risque systémique induit par l'interopérabilité :

► L'interopérabilité entraîne une exposition en risque entre CCPs opérant sur un même marché, exposition qui doit être prise en compte pour les clients. Or, il n'existe pas de standard européen dans la gestion des risques : les CCPs ont chacune leur modèle de risque.

► Les expériences et le « know-how » en termes de gestion des risques diffèrent suivant les CCP. Certaines CCP ont un savoir-faire historique important aussi bien sur le continent qu'en Angleterre, d'autres sont émergentes.

► Ceci génère un risque de contagion à plusieurs marchés en cas de défaillance financière d'une CCP et peut engendrer un risque systémique.

► **Enfin, comment ne pas mentionner les freins liés à la faisabilité technique et au coût de financement du modèle « spaghetti » ?** Y a-t-il un business model derrière ?

### Conclusion

En conclusion, l'étude montre que la MIFID vient accélérer des mutations qui ont déjà été engagées et les complexifier **au niveau des plates-formes de trading**. La liquidité reste aujourd'hui encore concentrée – la seule plate-forme alternative étant Chi-X - mais les réalisations concrètes montrent que cette fragmentation devrait se développer de manière significative dans les mois qui viennent.

► Le précédent américain délivre deux enseignements majeurs :

► Le potentiel de réduction des frais de transactions, qui va de pair avec la fragmentation de la liquidité, est encore important en Europe, en particulier sur les services d'exécution qui n'ont pas significativement évolué depuis le 1<sup>er</sup> novembre.

► Second enseignement majeur : Après une

première phase de multiplication des plateformes alternatives, un mouvement de reconsolidation est très probable, notamment sous l'impulsion des marchés historiques. Même si des offres innovantes - et c'est le cas de BATS dans les 2 dernières années aux USA - peuvent toujours venir bousculer un équilibre post-reconsolidation.

► Les deux prochaines années vont être cruciales pour la structuration du nouveau paysage européen, structurantes pour tout ce qui est plate-forme de trading et complexes pour l'ensemble des acteurs de marché confrontés à des choix d'investissement nombreux et difficiles. Les tensions actuelles du monde financier ne viennent pas simplifier ces choix d'investissement.

### Qu'en est-il pour les infrastructures post-marché ?

La MIFID et le Code of Conduct viennent renforcer la complexité des traitements ; la complexité des relations entre infrastructures génère des risques d'augmentation liés aux appels de marge, coûts liés à la complexification des processus opérationnels.

Il y a donc des effets à la fois positifs en terme de réduction des coûts post-marché mais aussi des effets négatifs avec la fragmentation de la liquidité, l'augmentation des volumes d'appels de marge, la multiplication et la complexification des process et du règlement - livraison. Face à cela, les clearing et settlement agents peuvent jouer un rôle en adaptant rapidement leur offre à un niveau paneuropéen.

A ce jour, l'interopérabilité telle qu'introduite par le « Code of conduct » reste très difficile à appliquer concrètement, mais la concurrence est engagée sur les métiers de compensation et elle a d'ores et déjà généré des réductions tarifaires significatives de la part des chambres historiques. Les mois qui viennent vont être assez déterminants pour voir si l'on aboutit à une expérience concrète d'interopérabilité entre opérateurs historiques.

Dans la lignée du principe de consolidation mis en avant par T 2S et au vu de l'exemple de DTCC aux États-Unis, **la problématique d'une plateforme de compensation uni-**

**que paneuropéenne s'impose comme une des questions centrales des 5 prochaines années.**

En conclusion et, avant la table ronde, quelques grandes questions nous paraissent intéressantes à suivre concernant à la fois l'évolution des marchés européens et celle des infrastructures et des traitements post-marché :

► Les opérateurs aujourd'hui constatent-ils vraiment une fragmentation de la liquidité ?

► Quelle va être la répartition de la liquidité ?

► Comment vont évoluer les MTF et en particulier les darkpools ? quel rôle pour les grands groupes bancaires ?

► Qu'en est-il pour le régulateur ? quelles vont être ses dispositions ? va-t-il y avoir une vision harmonisée au niveau européen ?

► En ce qui concerne l'activité post-marché, le risque systémique croît-il avec la fragmentation ?

► Quel va être le rôle des clearing et settlement agents ?

► Quelle est la vision des CCP alternatives ? sont-elles pérennes ?

► Comment T2S va-t-il influencer sur cette évolution ?

► Qu'en est-il d'une plate-forme CCP unique paneuropéenne ?

## Table ronde



## Table ronde

Animée par **Alain POCHET**,

Responsable des Opérations Bancaires, BNP Paribas Securities Services

**Ronan Le MOAL**, Président du Directoire, ProCapital

**Benoît GRISONI**, Directeur Adjoint, Boursorama Banque

**Christophe HÉMON**, Directeur Général, LCH.Clearnet SA

**Vincent REMAY**, Directeur et Conseiller du Président, Nyse Euronext

**Michel KARLIN**, Responsable du Département des infrastructures de marché et de la tenue de compte, AMF

**Bertrand PATILLET**, Directeur Général Adjoint, CA Cheuvreux

## Table ronde



**Alain POCHET**

Je suis ravi d'accueillir de si grands professionnels. Nous avons la chance d'avoir avec nous des spécialistes dans bon nombre de sujets autour de la table.

*Bertrand PATILLET, directeur général adjoint de Crédit Agricole Cheuvreux, vous œuvrez au centre de toutes ces nouvelles initiatives et de cette nouvelle complexité. L'objectif qui est d'avoir des gains substantiels en matière de frais d'exécution, comparé aux éléments de complexification tels que l'adaptation des infrastructures de son établissement aux nouvelles plates-formes de trading, de compensation et autres se compense-t-il avantageusement en faveur d'économies substantielles ou cela reste-t-il encore à préciser?*



**Bertrand PATILLET**

Il est un peu tôt pour donner un jugement définitif. Comme on l'a bien vu, la fragmentation en est à ses débuts. Je ne veux pas non plus donner une réponse générique.

Une grosse partie des surcoûts sont des coûts fixes. Les économies sont basées sur des volumes qui sont variables d'un établissement à un autre. Les coûts fixes supplémentaires à mettre en œuvre pour gérer cette complexité sont certes variables, mais cela s'inscrit dans des fourchettes relativement resserrées: d'un établissement à un autre, on peut gérer des volumes d'un rapport de 1 à 10 et à ce moment-là, les économies en rapport avec les coûts ne sont pas les mêmes.

En ce qui concerne le post-marché, on a une vue un peu plus claire et positive que pour la partie marché. Parmi les coûts additionnels, il y a ceux générés par la venue de nouveaux acteurs dans la compensation mais il y a un nombre d'acteurs limité et je ne crois pas qu'il y ait des capacités à accueillir un nombre illimité d'acteurs. Je pense d'ailleurs que la venue d'un acteur comme EuroCCP non for profit, est à même de dissuader beaucoup de nouveaux entrants. Equiduct lui-même dit sur son site Internet qu'il n'a pas vu l'intérêt d'aller chercher un nouvel entrant dans le domaine de la compensation.

On a parlé des surcoûts de la compensation et notamment du calcul des couvertures. Il est exact que cela génère des demandes de couverture supplémentaires, mais c'est un ordre de grandeur relativement faible. Les frais de marché se décomposent en 65 % de

frais de marché payés aux Exchanges, 20 % payés aux chambres de compensation (frais de clearing), 7 % sur le règlement - livraison marché, et le reste sur le règlement - livraison client. Je ne sais pas si ces pourcentages - là se retrouvent dans toutes les maisons suivant leur degré de spécialisation sur tel ou tel segment, notre maison étant assez généraliste avec des activités assez larges. Dans notre cas, les frais de clearing ne valent donc qu'un tiers des frais de marché. Regardons à présent l'impact sur la couverture, en rapportant les coûts aux millions d'euros traités, afin de s'abstraire de toutes les différences de grilles tarifaires (en effet autant les Exchanges que les clearing houses se sont évertués à se différencier des autres sur ce plan-là, rendant très difficile la comparaison des grilles tarifaires). D'un marché à un autre, le clearing va représenter de l'ordre de 0,20 à 0,30 Basis Point alors que l'augmentation du collatéral va se mesurer (rapportée aux capitaux traités), de l'ordre de deux, trois centièmes de BIP. Nous sommes sur des ordres qui ne sont pas matériels au regard des enjeux qu'il y a sur la baisse des tarifs eux-mêmes. Je suis donc prêt à payer un peu plus de collatéral pour obtenir une baisse de 50 % des tarifs de compensation. Je serai très largement gagnant.

On constate aujourd'hui que les coûts d'implémentation sont essentiellement des coûts fixes. Les plates-formes d'accès ou ce qui doit être mis en place pour se connecter à de nouvelles chambres de compensation, n'évoluent pas beaucoup une fois installées. Les coûts de maintenance sont relativement faibles. A la différence de ce que nous devons faire pour rester compétitifs dans le domaine de l'exécution, la mise en place de nos connectivités représente un coût one off.

Il y a donc assez peu de frais de collatéral et une augmentation des coûts opérationnels (humains...) relativement minime.

Nous offrons l'accès sur vingt marchés européens avec plusieurs chambres de compensation, nous gérons directement la relation. En ajouter une ou deux ou trois, ne change pas la face des choses.



Dans le domaine de l'exécution, nous faisons des économies liées aux volumes que l'on peut faire sur ces marchés alternatifs, mais comme il n'y pas eu pour l'instant une pression concurrentielle suffisamment forte sur les Exchanges, le gros des volumes reste au tarif antérieur. Nous réalisons donc peu d'économies sur les Exchanges.

Au contraire, au niveau des clearing houses, il y a eu un effort significatif. Rapportant les coûts aux millions d'euros traités (base de calcul des commissions), du fait de la fragmentation des ordres dans les carnets, on observe que par million traité, on a plutôt une baisse de l'ordre de 25 %, ce qui est déjà significatif et qui couvre largement les frais additionnels de connexion à ces nouvelles chambres de compensation, de maintenance, les frais opérationnels, sans lesquels LCH.Clearnet n'aurait peut-être pas été conduit à baisser ses tarifs.

Au niveau du post-marché, l'impact est essentiellement chez les clearings houses. Concernant les dépositaires centraux, nous n'avons pas de complexité nouvelle à gérer aujourd'hui. Une fois qu'un ordre entre dans un système et qu'il est amené sur une venue donnée, les systèmes acheminent l'ordre vers la bonne chambre de compensation, et le règlement/livraison sera ensuite convenablement géré: d'un point de vue opérationnel, ce n'est pas beaucoup plus compliqué que la situation antérieure qui prédomine toujours avec vingt pays, vingt marchés et autant de chambres de compensation.

#### Alain POCHET

*Vincent REMAY est directeur chez Nyse-Euronext. Je voulais évoquer 3 points avec vous...*

• *Il y a quinze ans, la SBF était un monopole, on n'exécutait que par la SBF, il s'agissait d'un environnement stable, pas d'une société cotée. Il n'y avait pas de titres Euronext, que l'on pouvait acheter ou vendre, mais est-ce que fina-*

*lement le jeu en valait la chandelle car maintenant, on passe d'une situation très régalienne à une situation hyper concurrentielle?*

• *Quid de la perte de parts de marché potentielle?*

• *Quid des tarifs qui vont être appliqués: quel est votre pronostic: -20 %? -40 %? -50 %?*

*Étonnamment, on attendait tous des baisses significatives dans le monde du trading et de l'exécution, et on a surtout constaté que les premiers qui ont cotisé dans les baisses de tarifs, sont plutôt les acteurs du post-marché, en particulier les chambres de compensation. Ceci dit, les nouvelles plates-formes de négociations n'ont pas encore toutes démarré et il en est sans doute de même pour la véritable concurrence.*



**Vincent REMAY**

Fallait-il coter Euronext? Dans le cadre de notre consolidation mondiale, le fait d'avoir été coté a permis une consolidation stratégique et très importante pour Euronext avec la fusion avec le NYSE – et ainsi de pouvoir baisser notre point mort avec une plate-forme unique. Celle-ci verra le jour sur les actions fin 2008. Elle permettra aussi de traiter les dérivés. C'est un point important, car nous sommes les seuls à développer une offre Cash et Dérivés, contrairement à Chi-X. La cotation a toutefois généré quelques petits problèmes puisque nous avons eu l'entrée de fonds activistes. Les acteurs traditionnels clients sont partis un peu trop tôt.

Sur le sujet des parts de marché, nous n'avons

pas constaté de pertes jusqu'à présent. Chi-X commence certes à prendre des parts de marché d'après la presse. Certes, nous avons eu quelques montées d'adrénaline sur quelques valeurs hollandaises... mais nous avons à peu près les mêmes parts de marché que l'année dernière, grâce notamment à la mise en place du projet « décimalisation », géré en partenariat étroit et efficace avec l'AFTI, ce dont je la remercie. Il y a donc eu un peu de politique commerciale et de marketing de la part de Chi-X, qui a toutefois dû prendre des volumes nouveaux. Il faut donc être vigilant. Nous avons commencé à évoluer en créant une offre de matching interne IMS; Smartpool verra le jour à la rentrée; il y a également la nouvelle plate-forme qui va permettre de réduire sensiblement le point mort car commune avec New-York – elle traitera les deux produits Cash et dérivés; il y aura aussi une offre High Frequency pour tout ce qui est trading algorithmique. Nous adoptons donc notre offre, nous la segmentons, à la demande des clients.

Concernant le sujet de la tarification, quand nous avons mis en place Euronext, nous avons baissé nos tarifs par rapport à la SBF (-30 %), puis lorsque l'on a repris les rétrocessions, nous avons également baissé nos tarifs. Aujourd'hui, nous segmentons notre tarification, d'où le pack epsilon qui ne vaut pas tous les tarifs, mais qui est ciblé sur un profil spécifique. Il ne s'agit pas d'une réponse à Chi-X. Il y a de nouveaux clients qui ont de nouveaux besoins auxquels on répond. Baissera-t-on nos tarifs, une fois qu'on aura baissé le point mort, comme on l'a fait pour Euronext? Probablement. Nous avons fait NYSE - Euronext pour faire baisser le point mort et en faire profiter les clients.

#### Alain POCHET

*Nous accueillons maintenant Benoît GRISONI, directeur adjoint chez Boursorama.*

*Dans la catégorie de clientèle que vous servez qui est une clientèle privée, finale et très active, toutes les évolutions au niveau de l'exécution génèrent-elles des*



## Table ronde

*demandes nouvelles et un enrichissement de l'offre?*

*D'autre part, considérez-vous qu'il y a davantage de baisses de frais d'un côté, par rapport aux frais supplémentaires liés à la complexification de la gestion post-marché? Cela se compense-t-il?*



**Benoît GRISONI**

Aujourd'hui, nous n'avons pas un recul suffisant pour pouvoir dire que certaines plateformes sont indispensables et qu'il faut qu'on les propose à nos clients. Le client particulier veut la simplicité. Le meilleur marché possible pour lui jusqu'à présent, c'était Euronext: une seule liquidité, un seul carnet, tout se fait au même endroit. Par définition au départ, nous avions donc la meilleure solution pour un client particulier.

Toutefois, il y a un bémol: les coûts d'exécution que nous sommes obligés de répercuter à notre client particulier sont tributaires des coûts que nous facture Euronext. Nous sommes sollicités par un certain nombre d'acteurs qui nous proposent de faire la même chose, moins cher. Le premier indicateur que regarde un client particulier actif va être le courtage: si nous sommes capables de le baisser par le fait de proposer l'accès à ces produits à des prix inférieurs, cela nous intéresse. Nous avons donc depuis le mois de novembre 2007 rencontré plusieurs acteurs: les nouveaux pools de liquidité, que ce soit des market makers ou des pools de liquidité stricts. Nous regardons de quelle manière l'intérêt de nos clients peut correspondre avec ces plateformes. Cela nous oblige à être très sélectifs, puisque c'est très

complexe et le risque est que notre client ne s'y retrouve plus. Notre choix sera donc sélectif et l'économie que l'on envisage est orientée vers un, deux ou trois acteurs.

L'extension de l'offre pour nos clients particuliers a par ailleurs une limite qui est le portefeuille du client: aujourd'hui, nos clients ont déjà accès à beaucoup de produits (warrants, certificats, OPCVM, titres vifs). Cette offre va s'élargir du fait de la MIFID car on rencontre bon nombre d'acteurs, notamment des émetteurs de warrants, de certificats... qui veulent se connecter avec nous pour nous proposer une gamme élargie de produits (à noter que ces acteurs payent des droits d'émission relativement chers à Euronext pour être présents et exister en France). Sans ces frais, ils peuvent proposer d'autant plus de produits et nous devons les proposer à nos clients.

Le premier point, c'est vraiment le tarif. Nous devons voir dans quelle mesure nous sommes capables de proposer un tarif amélioré et rendre une partie de notre marge à notre client. La gamme de produits peut s'élargir grâce à l'entrée de nouveaux acteurs à la fois sur des produits listés et des produits non listés. Certains acteurs sont en train de créer un intérêt pour nos clients, tels que les émetteurs de CFD qui arrivent d'Angleterre et qui proposent un accès beaucoup plus large que ce que nous proposons aujourd'hui car ils ont accès à des marchés étrangers via des produits synthétiques. Ils peuvent proposer des devises, des effets de levier que nous n'avons pas le droit de proposer car nous faisons le SRD uniquement, contraints par des effets de levier définis par l'AMF.

Le monde est en train de bouger. Les clients n'en ont pas encore conscience, mais chacun des acteurs du courtage en ligne est en train de se positionner: Cortal a lancé Tradegate, Fortuneo l'utilise aussi, nous allons peut-être arriver à cette solution également. Les acteurs de CFD cherchent à prendre des parts de marché également. Si les clients qui ouvrent des comptes chez eux sont aussi nos clients, nous allons devoir agir. Cette complexité va nécessiter de notre part un calcul très fin, pour être

certain que l'offre que propose la plate-forme est légitime par rapport à nos clients. Chi-X ne traite que le CAC40: c'est un frein pour nous. Nos clients vont sur tous les marchés même s'il y a bien sûr une concentration sur les plus grandes valeurs, mais nous n'avons pas une activité d'institutionnels. Nous serons donc obligés d'être sélectifs. Nous devons également évoluer pour ne pas être les seuls à n'avoir qu'Euronext pour lieu de négociation.

Il y a cinq ou six ans, on comptabilisait une vingtaine de courtiers en ligne, contre trois ou quatre significatifs aujourd'hui. Nous avons donc une idée de ce à quoi mène la concurrence: cela a surtout amené à faire baisser les frais de courtage. J'espère que cela sera également le cas.

**Alain POCHET**

*Christophe HÉMON, directeur général de LCH.Clearnet SA Tout le monde attendait d'importantes baisses de prix dans le monde de l'exécution et ce sont les CCP qui ont cotisé.*

*Si l'on regarde le bilan en Europe au cours de ces dernières années, Clearnet (puis LCH.Clearnet) est sans doute la seule infrastructure qui a réussi à livrer une solution pour cinq marchés (France, Belgique, Hollande, Portugal ainsi que l'Italie pour la partie Bonds) en moins de 18 mois (de 2001 à 2002). Pourquoi a-t-il fallu attendre longtemps une explosion de la concurrence pour qu'on puisse voir les baisses de tarifs en matière de compensation?*

*On a beaucoup parlé d'interopérabilité. Il est facile de le voir avec des schémas un peu complexes ou d'autres avis qui consistent à dire que ce n'est pas si compliqué à traiter d'un point de vue utilisateurs... Mais comment pouvez-vous gérer cela? Car dix, vingt, trente demandes d'interopérabilité signifient beaucoup de travail, des frais, des délais de mise en œuvre, des slots, c'est-à-dire des prio-*

*rités données aux différentes demandes... Quand on est un gros utilisateur de LCH.Clearnet, on aimerait vous voir gérer tout un tas de projets avant de faire des liens avec des infrastructures, dont on ne sera pas forcément utilisateurs à court ou moyen terme...*



**Christophe HÉMON**

En l'absence de compétition et de pression forte sur une activité, la tendance naturelle n'est pas de baisser ses prix. De plus, nous faisons auparavant partie du groupe Euronext, qui a créé une grille tarifaire commune. Lorsque nous avons pris notre indépendance suite à la fusion avec LCH, nous nous sommes retrouvés face à une situation dans laquelle nous pouvions décider nous-mêmes de nos tarifs. Nous avons, depuis, conforté notre indépendance en rachetant, à NYSE-Euronext, la semaine dernière 61,8 millions d'euros d'actions de notre groupe (NYSE-Euronext détient désormais 5 % du capital de LCH.Clearnet group limited, Euroclear devient l'actionnaire le plus important avec 15,8 %), et avons, par conséquent, la possibilité de baisser nos tarifs quand nous le souhaitons. Nous les avons baissés à trois reprises sur les marchés cash : une fois de 25 % ; une fois de 35 % et une fois de 15 %.

Il nous restait à faire un travail complexe d'harmonisation de nos clearing fees et de notre grille tarifaire pour l'ensemble des marchés cash que nous compensons. Nous avons aussi bien un petit courtier en Hollande qui ne traite que des petits ordres en retail que des institutionnels qui injectent des ordres de tailles différentes à longueur de journée. Nous avons

gardé dans notre structure tarifaire une composante ad valorem, car pour les plates-formes retail, nous voulions tout d'abord rester attractifs ; de plus, nous souhaitions offrir un coût de compensation assez bas tant aux particuliers qu'aux sociétés financières souhaitant placer des ordres de petite taille dans le système. Pour les ordres de petite taille, 2500 - 3000 €, nous sommes à 8 centimes en moyenne aujourd'hui. Au moment de la fusion entre LCH et Clearnet, notre fee moyen était proche d'1 €. Nous pourrions faire un article demain dans la presse annonçant qu'un ordre de telle taille coûte 8 centimes mais on sait très bien que d'autres ordres de taille différente coûtent 18 ou 19 centimes... Avec la baisse de l'indice, notre moyenne actuelle est plutôt à 21 centimes.

C'est la raison pour laquelle aujourd'hui la publicité ou les offres qui sont faites par les autres chambres de compensation, uniquement centrées sur le coût de compensation, nous paraissent quelquefois un peu exagérées.

Il convient toujours d'additionner les trois composantes, c'est-à-dire le coût de compensation, le coût de gestion du collatéral, et les coûts de règlement - livraison. Ainsi, chez LCH.Clearnet SA, on rémunère le collatéral déposé en cash à EONIA moins 0,13 %. De plus, nous avons une politique dans le groupe qui consiste à refacturer à l'euro les coûts de règlement - livraison des CSD. Tous ces coûts sont à prendre en compte dans les comparaisons entre les différentes CCP...

Nous avons bien conscience que nous devons continuer à baisser nos coûts et c'est la raison pour laquelle notre Directeur Général Groupe a confirmé que nous avons vocation à devenir une structure « non for profit ».

En ce qui concerne l'interopérabilité, nous avons abordé le sujet un peu en avance en mettant en place un lien en Italie avec Cassa di Compensazione e Garanzia pour la partie bonds. Ce lien a été long à mettre en place, notamment pour la partie risque (dix-huit mois de travail). Il fallait calibrer tous les paramè-

tres pour que les régulateurs français et italiens soient parfaitement à l'aise avec cette opération. Une fois le lien opérationnel, nous avons réussi à capturer deux tiers du traitement de la dette italienne depuis Paris.

Les différents chantiers liés à l'interopérabilité induisent une gestion très lourde. Un état des lieux récent chiffre la facture globale à ce jour - ensemble des travaux d'analyse, des réunions, des allers/retours Allemagne, Italie à environ 1 500 000 €. C'est uniquement une source de coûts aujourd'hui.

Nous sommes, a priori, la seule chambre de compensation qui ait un « business case » prêt pour le mois de juillet. Ce sera pour l'Italie.

Il convient d'ajouter que le code de conduite est merveilleux jusqu'au moment où chaque régulateur local ou chaque entreprise de marché locale commence à soulever un certain nombre de problèmes et à élever un certain nombre de barrières pour vous empêcher de pénétrer sur le marché local. Ainsi, en Allemagne, il faut être 1) banque, 2) localisée en Allemagne, etc... vingt-et-un critères sont ainsi énoncés... C'est là l'ironie du code. En théorie, tout le monde est prêt à l'appliquer, tout le monde est prêt à ouvrir son marché, et dans la réalité, quand vous avez travaillé pendant six ou sept mois, apparaît une petite règle qui fait que tout peut s'arrêter. L'exemple du marché anglais est à ce sujet significatif. Le LSE a géré le premier cas d'interopérabilité avant que le « Code of Conduct » ait été mis en place. Lorsque l'on a rencontré le LSE, Euroclear, Crest et X-Clear, les représentants d'X-Clear m'expliquaient combien il était facile de mettre en place l'interopérabilité, que cela n'allait prendre que quelques mois, et que la gestion des risques entre deux chambres de compensation était d'une simplicité enfantine. Quinze millions d'euros ont été dépensés sur le projet... qui a eu le succès que vous connaissez puisque le LSE met fin au projet.

Dorénavant, le LSE qui se positionnait comme le pionnier de l'interopérabilité s'interroge finalement sur l'intérêt d'une compensation en interne, en silo. D'autres exemples viennent

## Table ronde

illustrer les limites du code. Des clients nous ont demandé de mettre en place l'interopérabilité avec Chi-X. Ces derniers nous ont reçus à bras ouverts, mais EMCF, leur chambre de compensation, refuse de nous rencontrer. Dernièrement EMCF a annoncé accepter de mettre en place l'interopérabilité avec nous... seulement le jour où ils seraient prêts à compenser, chez eux, des valeurs de la zone Euronext. Toutes ces conditions ne sont pas inscrites dans le Code.

De même d'autres éléments, définissant la gestion des risques notamment, ne figurent pas dans le Code. Chez LCH.Clearnet SA, une équipe conséquente d'une vingtaine de personnes à Paris travaille sur la gestion des risques en liaison étroite avec les 10 régulateurs qui couvrent la zone NYSE-Euronext et avec nos clients. On peut s'interroger sur la disponibilité des mêmes équipes chez certains de nos concurrents dont la gestion des risques est en partie assurée outre-atlantique...

En conclusion, si l'interopérabilité, est une bonne chose, elle n'est pas régie par une directive, mais par un code. Ce code présente, en outre, un certain nombre d'imprécisions qui gênent son application homogène à l'ensemble des intervenants qui ne sont, de fait, pas soumis aux mêmes règles.

### Alain POCHET

*Ronan Le MOAL, président du directoire de ProCapital, vous travaillez également pour un grand groupe, le Crédit Mutuel. Sur les deux catégories de clientèle que vous couvrez, quels sont les vrais besoins, les attentes? Que serez vous obligés de mettre en place dans les prochains mois? Et pour quel bilan économique?*

*Quid des processus d'internalisation? Nous n'avons pas l'impression qu'il y ait beaucoup d'initiatives d'internalisation en Europe continentale dans les grands établissements, quel est votre avis sur le développement de ce genre de prestations dans le cadre de la MIFID?*



### Ronan Le MOAL

Il y a en effet beaucoup de débats autour de la MIFID. Nous assurons le back office titres pour deux réseaux: des courtiers en ligne, tels que Fortuneo ou ING Direct et des réseaux pur retail, tels que le Crédit Mutuel.

Nous voyons deux avantages à la MIFID:

► Les marchés alternatifs permettent un prix de production qui baisse, prix que nous « achetons » sur les marchés. Ainsi, si le prix des matières premières baisse, nous sommes capables de répercuter une partie de cette baisse sur nos clients. Or ces acteurs sont très friands d'agressivité sur les prix, ce qui fait la différence pour un courtier en ligne notamment et lui permet d'avoir des parts de marché plus importantes. Nous pouvons donc apporter de la valeur ajoutée en étant capables de baisser les prix sur des nouvelles plates-formes.

► Deuxième point positif: ces plates-formes nous permettront de fournir une prestation supplémentaire qui permettra à nos clients de mieux aiguiller leurs ordres, d'afficher la best execution, d'utiliser des moteurs intelligents pour router les ordres sur les bonnes plates-formes. Dans les mois qui viennent, quand nous aurons plus de deux plates-formes connectées chez nous, nous serons amenés à bâtir des outils qui permettront d'apporter en plus d'une baisse des prix de revient, l'intelligence de routage des ordres sur les marchés. En partant d'un phénomène de baisse des prix de revient à la base et de restitution d'une partie de cette marge à nos clients B to B, on peut en plus apporter de la valeur ajoutée dans la manière d'orienter les ordres sur les marchés.

Aujourd'hui, nous venons de connecter sur notre plate-forme Tradegate notre premier client B to B: Fortuneo. Il s'agit d'un courtier en ligne. Fortuneo est friand comme les autres courtiers en ligne de ce genre de plate-forme. Pour la partie retail, le besoin d'agressivité sur les prix et de simplicité n'est pas le même. Nous restons sur des schémas plus classiques, sur des plates-formes historiques, (Euronext). En novembre dernier, nous étions un peu dans l'expectative, puis nous avons été assez vite convaincus et dans les mois à venir, il va y avoir un certain nombre d'initiatives afin de toujours innover. Nous sommes confiants dans la rapidité du développement. Il y aura sans doute un mouvement de rationalisation dans les années à venir mais cela aura permis une baisse des prix de revient tout en apportant une valeur ajoutée supplémentaire dans le traitement des ordres au travers des moteurs de best execution. Pour les réseaux plus retail que nous traitons, il n'y a pas pour l'instant le même engouement pour des raisons de simplicité (décalage entre la maturité de certains acteurs, sensibilité aux prix différente). L'internalisation n'a pour l'instant pas eu trop d'échos chez nous. Mais il y aura certainement demain des choses à faire sur ce sujet là, seuls ou en partenariat peut-être.

### Alain POCHET

*Michel KARLIN est responsable du département des infrastructures de marché à l'AMF. Nous observons une complexification relativement forte; au préalable, un acteur travaillait principalement sur son marché, sa CCP, son système de règlement - livraison. Maintenant, les acteurs suivis par l'AMF ne travaillent plus seulement sur un pays mais quasiment sur toute la zone euro et toutes les infrastructures de marchés existantes. Concernant les obligations réglementaires de ces infrastructures de marché, y aurait-il un risque de dumping réglementaire avec des pays moins exigeants vis-à-vis de leurs infrastructures que d'autres?*

*Enfin, en 2006, on parlait beaucoup de processus d'internalisation dans les établissements privés. Aujourd'hui, on a l'impression qu'en dehors des plates-formes alternatives, l'effet internalisation est relativement faible.*



**Michel KARLIN**

N'étant pas moi-même un opérationnel, comme la plupart d'entre vous, je ne pourrai pas apporter des réponses aussi précises que celles qui ont été formulées sur le plan technique. Si vous me le permettez, je voudrais juste, avant de vous répondre, aborder un point intéressant qui est en lien avec la MIFID et notre sujet, mais dont il n'a pas été jusque-là question. En lien avec les dispositions du règlement général de l'AMF transposées de la directive MIFID, un certain nombre d'acteurs réfléchissent aujourd'hui à la possibilité de monter des plates-formes pour permettre à des sociétés de taille petite ou moyenne, non concernées par les marchés réglementés, non concernées par les plates-formes du type Chi-X ou Turquoise, de procéder à des augmentations de capital et de proposer à la négociation les titres qu'elles émettent. Ces acteurs envisagent des demandes d'agrément au CECEI en tant qu'entreprises d'investissement ayant pour activité la gestion d'un système multilatéral de négociation. Ce phénomène est également en relation avec les dispositions de la loi TEPA permettant une réduction sensible pour les investisseurs de l'impôt sur la fortune, s'ils investissent dans ces sociétés de petite ou moyenne taille. Nous sommes à l'opposé, en termes de taille de sociétés intéressées, de ce qui se passe sur les plates-formes dont nous avons parlé au cours

de cette conférence, avant cette table ronde! Je reviens à votre question. Le régulateur peut-il s'adapter aujourd'hui à la complexité que vous avez évoquée? Quid du dumping réglementaire? Si l'enjeu de cette complexité ou de la concurrence entre marchés n'était que de nature technique, il n'y aurait pas de raison pour que le régulateur ne parvienne pas à résoudre sans difficultés majeures ces différentes questions. En revanche, on sait bien qu'il ne s'agit pas que d'un problème technique. Il s'agit aussi, au sens large, d'un problème politique, ce qu'a parfaitement illustré Christophe HÉMON. Le régulateur français, comme tous les autres régulateurs, a d'une part un souci d'assurer la sécurité, sécurité de l'épargne, sécurité des infrastructures, sécurité juridique, et d'autre part il est animé par le souci du développement de sa place domestique, souci qu'il partage en l'occurrence avec les associations professionnelles. Aujourd'hui, nous n'avons pas de vision claire, certaine, des questions posées. L'AMF, les autres autorités françaises souhaitaient l'élaboration d'une directive pour le secteur du post-marché. Nous n'avons pas eu de directive, mais un code de conduite, dans une situation très éclatée et incertaine sur certains aspects techniques, notamment celui de l'interopérabilité.

Pour illustrer cette difficulté, revenons à la comparaison des systèmes américains et européens qui a été évoquée au début de cette conférence. Elle est évoquée à la page 11 du document qui vous a été remis. Le contraste entre les deux modèles est frappant. Pour le cash, les deux situations américaine et européenne sont à peu près comparables. Mais il n'en est pas de même pour les titres! Deux différences essentielles doivent être notées. D'une part, dans le système américain, émerge un seul acteur majeur: DTCC, alors que dans le système européen coexistent trois catégories d'acteurs selon qu'on se situe au niveau du clearing, du règlement-livraison ou de la fonction dépositaire central. D'autre part, pour les deux niveaux compensation et dépositaire central, coexistent en Europe de multiples concurrents, là où aux États-Unis, DTCC a un poids prédominant. Seul le règlement-livraison

affiche une unité avec T2S, même si, à vrai dire, T2S est encore un projet et si sa mise en œuvre ne réduira pas le nombre de gestionnaires de systèmes de règlement-livraison. La notion d'infrastructure, de plus, différencie les deux modèles également. Le concept d'infrastructure « non for profit » aux États-Unis n'est peut-être pas la cible pour une organisation libérale du post-marché, mais elle confère à l'infrastructure en question un pouvoir d'action considérable!

Il est difficile de savoir aujourd'hui si les modèles resteront figés. L'interopérabilité soulève manifestement de multiples interrogations, quant aux coûts et aux risques opérationnels qu'elle risque d'engendrer. Je rappellerai juste qu'il y a encore deux ou trois ans, l'opinion la plus couramment répandue à propos des agences de notation était qu'il ne convenait pas de les réglementer. Aujourd'hui, l'opinion a complètement changé sur ce sujet. Nous pourrions aussi, de même, connaître une évolution radicale pour le post-marché. L'Autorité s'efforce, en relation avec tous les acteurs de la Place, de suivre l'évolution et d'en comprendre le sens, en intervenant en concertation avec toutes les parties prenantes.

Le sujet particulier du dumping réglementaire entre dans ce cadre. S'il y a un dumping réglementaire, l'Autorité du pays qui en est victime doit prendre l'attache des autres Autorités. Il existe aujourd'hui une concertation très développée en Europe. Le dialogue est important et les points relatifs au dumping réglementaire doivent faire l'objet de discussions. Si ces discussions devaient ne pas déboucher sur des solutions satisfaisantes, alors il conviendrait d'identifier précisément avec la Place les contraintes imposées au plan domestique non imposées ailleurs et rechercher comment faire évoluer de façon satisfaisante la situation.

### **Christophe HÉMON**

Nous ne connaissons pas la situation de demain, mais nous connaissons bien la situation d'aujourd'hui. Nous travaillons avec dix



## Table ronde

régulateurs, qui revoient trois cents paramètres de risques par an et qui, pour chaque projet, par exemple BlueNext, lancé récemment par NYSE-Euronext, examinent en détail le contenu du projet, la gestion des risques, les contrats

juridiques. Certains de nos nouveaux concurrents ne sont pas soumis à la même pression. Quand nous passons plusieurs mois en audit pour juger de notre conformité avec les différents critères CPSS-IOSCO, quand l'un d'entre

eux est seulement partiellement rempli, il nous est demandé de remédier immédiatement à ce point, ce qui est tout à fait normal. Demande-t-on le même niveau de conformité à l'ensemble de nos concurrents ?

### Questions de la salle

#### Question à Christophe HÉMON

*L'un des concurrents que vous citez est pourtant réglementé par l'équivalent AMF dans son pays d'origine. Pensez-vous qu'il faille réglementer tous les MTF sur le marché local, c'est-à-dire que ces plates-formes soient réglementées par l'AMF ?*

#### Christophe HÉMON

Si une chambre de compensation n'est pas réglementée, cela signifie qu'aucun régulateur ne va contrôler ses opérations. Certains de nos clients communs estiment que le niveau de gestion des risques n'est pas homogène. Nous sommes bien entendu prêts à accepter une certaine souplesse à condition qu'elle soit appliquée de la même façon à tout le monde. La difficulté que l'on a aujourd'hui est en amont, et en aval. Vous parlez de MTF, ces dernières traitent les « blue chips » sur un pays considéré, ce qui est plus facile. Si vous demandez à une compagnie aérienne de faire du dumping sur du Paris - New-York, elle le fera plus facilement que sur du Paris-Carcassonne dans les mêmes conditions de sécurité, etc... Nous faisons les deux. Quand vous demandez à une CCP de faire la compensation d'une MTF ne traitant que des « blue chips » c'est relativement plus facile. Je doute que les prix affichés par nos concurrents sur les blue chips qu'ils traitent actuellement soient maintenus sur des produits « plus exotiques », alors que nous appliquons les mêmes tarifs quels que soient les produits avec, en outre, les règles strictes qui nous sont imposées (calcul des risques, etc.). Si une chambre de compensation est créée avec la liberté de mettre en place un modèle opérationnel qui apparaît plus avantageux et qui exige moins de collatéral, cela sera certainement plus attractif d'un point de vue concurrentiel. Reste à savoir si le rôle d'une chambre de compensation est vraiment d'essayer d'afficher le prix le plus bas à un moment donné dans un pays donné.

#### Question à Christophe HÉMON

*Vous avez parlé de non for profit organisation. Des mesures concrètes sont-elles prises ? A-t-on un calendrier, comment cela va-t-il se passer en pratique ?*

#### Christophe HÉMON

Des mesures concrètes, oui. A partir du moment où on commence à baisser significativement nos tarifs, on génère moins de profit, donc on s'oriente vers la structure « non for profit ». Il est plus difficile de donner un timing exact. C'est actuellement discuté au sein de notre Conseil Groupe. Sur la partie limited, nos collègues ont baissé leur tarif significativement sur les marchés cash, ils proposent 5 pence sur le marché anglais. L'objectif de devenir une organisation « non for profit » est bien réel.

#### Question à Michel KARLIN

*N'arrive-t-on pas à un moment où il faut essayer de pousser pour aller dans le sens d'une directive ? Il y a eu de nombreuses discussions il y a quelques mois sur un code de bonne conduite. La mise en pratique et les*





*barrières auxquelles les infrastructures doivent faire face pour mettre en place ce code de bonne conduite et l'interopérabilité font qu'il pourrait paraître plus logique d'arriver à un texte contraignant qui définit la compensation, le règlement – livraison. Cette directive pourrait être poussée, tant par les régulateurs que par les infrastructures et les grandes banques, pour arriver à une situation compréhensible et afin de préserver l'avenir de la place en se disant que ça pourrait être le catalyseur d'une chambre de compensation unique qui serait peut-être basée à Paris...*

#### **Michel KARLIN**

L'hypothèse d'une directive pourrait devenir plausible. Le Commissaire européen a lui-même déclaré que si le code de conduite ne donnait pas les résultats attendus, une directive pourrait devenir nécessaire. Manifestement, les cultures nationales ne convergent pas sur ce sujet. En France, les esprits étaient largement favorables à l'idée de directive. L'esprit n'est pas aujourd'hui, à Bruxelles, à la réglementation du post-marché par la voie d'une directive. Les difficultés liées à la mise en œuvre de l'interopérabilité pourraient conduire à poser la question.

#### **Question à Michel KARLIN**

*Je suis tout d'abord frappé que l'on ait si peu parlé d'Euroclear dans une conférence AFTI traitant du post-marché en Europe.*

*Concernant les infrastructures, leur tarification devient de plus en plus complexe, et puisqu'il s'agit d'un enjeu majeur pour les infrastructures, on entre dans une situation où les méthodes de tarification sont à la carte, en fonction des types d'acteurs, des types de services... Pour caricaturer, nous sommes proches de la SNCF qui en fonction de la date, l'heure d'achat d'un billet, la situation du voyageur applique un prix x ou y. Considérez-vous que la transparence et la clarté, l'équité dans la tarification des infrastructures est quelque chose qui est aujourd'hui menacé? Cela intéresse-t-il le régulateur et l'interpelle-t-il par rapport aux évolutions que l'on constate aujourd'hui?*



#### **Michel KARLIN**

Il y avait effectivement également matière à parler d'Euroclear, en tant qu'infrastructure de règlement-livraison et dépositaire central. Si, pour la dimension règlement-livraison, les acteurs s'orientent largement vers la mise en œuvre de T2S, encore faudra-t-il déterminer quel rôle restera aux actuels gestionnaires de règlement-livraison et ce que sera la fonction des dépositaires centraux. T2S en tant que tel n'épuisera pas le sujet! Nous avons relativement peu parlé de ce thème parce que l'attention a été largement concentrée sur l'interopérabilité à propos de laquelle il ne semble pas exagéré de dire que les situations qu'elle pourrait générer dans le champ de la compensation seraient caricaturales.

S'agissant de la tarification, la question doit être vue sous un angle technique. Les exigences du code de conduite semblent raisonnables et la complexité ne devrait pas nuire à la transparence ni à la clarté. Bien sûr, les autorités sont sensibles à ces questions. Nous avons déjà eu de nombreuses discussions avec Euroclear sur le sujet. Cette problématique fait bien partie intégrante des questions en cours.

#### **Alain POCHET**

Je remercie les participants de la table ronde, les discussions étaient très riches. Nous refferons un point sur ce thème dans le courant de l'année 2009. Je suis ravi de passer la parole à Ariane Obolensky pour la conclusion de cette conférence.



## Conclusion

**Ariane OBOLENSKY**, Directrice Générale  
de la Fédération Bancaire Française

J'avais déjà eu il y a quelque temps l'occasion de vous retrouver dans l'une de vos manifestations et je vous remercie de m'avoir conviée à nouveau.

Les questions qui se posent sont nombreuses.

Il est toujours extrêmement difficile de conclure un colloque, particulièrement lorsqu'il s'agit d'un thème de prospective car il y a une forme d'antinomie entre la conclusion et la prospective. C'est aussi un exercice très intéressant : j'ai entendu une petite partie de vos débats ainsi que des questions sur lesquelles nous nous interrogeons à la FBF très souvent et notamment dans la perspective de la future présidence européenne du deuxième semestre.

On constate effectivement beaucoup d'évolutions des marchés européens, entre les différents systèmes de négociation et on ne peut pas éviter la question de savoir quelle sera l'influence de ces évolutions sur la fragmentation et la liquidité des marchés, quelle sera d'autre part l'ampleur des conséquences sur les infrastructures et les traitements post-marchés : le rôle des chambres de compensation, l'interopérabilité dont on vient de parler, l'unification du post-marché européen au niveau des dépositaires centraux et Target 2 Securities.

Toutes ces questions sont essentielles pour le fonctionnement d'une place financière. La place de Paris est bien fondée à se les poser, d'autant que je crois que nous avons de véritables atouts, nous avons des infrastructures de marché efficaces, des acteurs financiers

dynamiques, ainsi qu'une réputation juste et positive.

Nous aurons à partir de juillet la présidence de l'Union Européenne avec au moins trois grands dossiers qui concernent directement vos débats : l'évaluation du code de conduite, le lancement du projet Target 2 Securities et les conditions de sa gouvernance ainsi que la future consultation sur les standards CESR/SEBC applicables à la gestion des activités titres. Je ne vais pas révolutionner vos débats mais je vais simplement essayer de vous rappeler quels ont été les principes qui guident la FBF et qui la guideront dans cette période de présidence.

Vous m'excuserez si je garde un type de présentation classique, dont certains commentent à se demander s'il n'est pas un peu dépassé : je parlerai d'abord de la négociation, puis de la compensation, et enfin du règlement - livraison, même si tout ceci est imbriqué et s'il existe des stratégies plus verticales illustrées dans la réalité.

Pour la FBF, les banques, en tant qu'utilisatrices d'infrastructures pour le compte de leur clientèle, considèrent que ces différents niveaux doivent être séparés afin de permettre l'optimisation des choix, la concurrence des systèmes, et surtout que cette concurrence s'exerce dans des conditions équitables.

**Quelques mots sur la négociation :** la suppression de la règle de centralisation a été accompagnée d'un cadre réglementaire euro-

péen qui a défini des statuts bien identifiés en couvrant certes des possibilités de systèmes de négociations différents, mais avec des règles qui nous paraissent cependant favorables au client en matière de transparence et de concurrence.

Au cours de la grande discussion sur la MIFID, nous avons été très souvent minoritaires mais nous avons aussi défendu ces principes : un système concurrentiel organisé avec une fragmentation des marchés certes, mais régulé par la transparence, celle-ci s'exerçant notamment à travers la règle de la best execution.

La concurrence se développe et d'après ce qui ressort de vos travaux et de ce que l'on entend dire, on observe une certaine baisse des coûts, une création innovante d'un certain nombre de systèmes de négociation à valeur ajoutée, l'exécution des ordres en fonction de la situation de liquidité du marché.

Nous avons le sentiment à l'heure actuelle que la transparence a régulé les modalités de la fragmentation et que les conditions de concurrence entre les systèmes de négociation sont à peu près équitables.

**Pour les autres aspects des activités de marché, la compensation et le règlement - livraison,** la situation est moins évidente pour un certain nombre de raisons : les opérateurs ne sont pas souvent cotés contrairement à ce qui se passe dans le cadre précédent, il existe une césure entre le Cash et les dérivés, la référence de la monnaie est importante - c'est en soi une chose qui change probablement les

conditions. Il y a un élément économique qui est essentiel : il s'agit d'activités à fort rendement d'échelle que certains, en bonne théorie économique, n'hésiteraient pas à qualifier de monopoles de fait. C'est un constat qui a été fait à la fois par la FBF et par vous-mêmes, et qui est certainement à l'origine des réponses que l'on a pu faire aux consultations de la Commission notamment.

Du fait de l'ensemble de ces éléments, la FBF est favorable à une consolidation, mais elle pense que cette consolidation doit être gouvernée largement par les utilisateurs et qu'il doit donc y avoir une séparation claire des activités d'infrastructures et des activités bancaires. Le problème se pose plus particulièrement dans les activités de règlement - livraison. La zone euro sur le post-marché est aujourd'hui encore très fragmentée, très éclatée.

La méthode qui a été retenue par la Commission, celle du code de conduite, qui n'est pas celle que nous avons initialement défendue mais à laquelle nous nous sommes ralliés, méthode qui est fondée sur des principes tels que la transparence, l'interopérabilité, la séparation des activités... doit impérativement maintenant faire l'objet d'une évaluation. Cela est reconnu par tous, encore faut-il que cette évaluation soit possible et qu'elle soit menée avec un maximum de rigueur et de professionnalisme. Nous souhaitons également cet exercice de suivi du code de conduite. Nous ne sommes pas entièrement négatifs : des progrès ont été constatés ainsi que quelques effets bénéfiques : plus d'informations sur les tarifs, une certaine baisse de

certains coûts. Cependant nous pensons que nous sommes en deçà des attentes légitimes des émetteurs et des opérateurs, notamment en ce qui concerne la comparabilité des services, point crucial.

Le principe d'interopérabilité fait lui-même clairement l'objet d'appréciations diverses. Il est intellectuellement très séduisant, il n'est pas certain qu'il ne conduise pas à des « éléphants blancs », à des coûts très excessifs, voire à des impossibilités ou de très grandes difficultés de mise en œuvre. Ceci a fait l'objet d'analyses de sources extrêmement différentes et pourtant d'un même avis. C'est une affaire clairement reconnue : il faut expertiser cela avec un souci maximum d'objectivité. La présidence française doit être l'occasion de souligner l'importance que l'on attache à l'évaluation de ce code et au contrôle des engagements qui ont été pris.

Vous avez abordé la question de la directive. Nous avons pensé que cette dernière était indispensable à la réussite du projet. Nous n'en sommes pas là. Il va y avoir une présidence française de l'Union européenne. Une présidence doit susciter des consensus. Il est donc important d'arriver à un jugement et une analyse communs des défauts du système et de ses lacunes. On verra ensuite ce que l'on peut faire... et ne pas faire. Nous essaierons de mener ce point de la manière la plus objective et la plus approfondie possible.

Le complément naturel et indispensable de tout ceci est le projet Target 2 Securities. En

tant qu'utilisatrices des infrastructures de règlement - livraison, les banques françaises ont été dès le début de l'annonce de ce projet favorables à la mise en place d'une telle plateforme. Elles considèrent qu'elle pourra contribuer à l'intégration et au bon fonctionnement du marché unique des valeurs mobilières. Elle devrait permettre de réduire les distorsions de concurrence sur certains segments d'activité et apporter plus de sécurité dans les opérations de dénouement en monnaie banque centrale. Nous pensons que des progrès doivent être faits dans la façon dont la gouvernance du projet est opérée et, à plusieurs reprises, nous avons fait savoir qu'il fallait peut-être revoir les conditions d'association des utilisateurs à la conduite du projet et ceci reste vrai même si le message a été en partie entendu.

Par ailleurs, la non-participation de certains dépositaires centraux à la mise en œuvre de Target 2 Securities pourrait limiter l'intérêt économique du projet en limitant les gains attendus par les utilisateurs et elle serait alors un frein à l'unification souhaitable du post-marché européen.

Le code de conduite ne doit pas être jeté aux orties, c'est un progrès mais nous souhaitons ne pas en rester là. On peut mieux faire et nous avons le souhait de faire en sorte que l'on fasse mieux.

**En conclusion**, nous voyons des évolutions très importantes, nous voyons que la séparation entre le marché organisé et le marché de gré à gré évolue. Des champs nouveaux

## Conclusion de la Conférence

s'ouvrent à nous dans ces hypothèses, en ce qui concerne les compensations sur dérivés, en ce qui concerne le règlement - livraison sur les OPCVM. Le positionnement des infrastructures sur ces nouveaux champs sera important et permettra d'introduire de nouveaux progrès dans la sphère financière.

Malheureusement, le concept de liquidité a fait sa grande réapparition de manière un peu douloureuse sur la scène financière et monétaire internationale et cela est venu nous rappeler que c'était cela la base de tous nos échanges. Nous avons besoin d'une chambre de compensation comme protection vis-à-vis du risque systémique et comme garantie du bon dénouement en monnaie banque centrale de nos opérations. Nous devons être aussi attentifs à cela.

On voit aussi se développer une certaine forme

de logique d'opérations transatlantiques, des rapprochements – on a parlé d'une hypothèse dans laquelle DTCC s'intéresserait de près à l'Europe... L'intégration européenne est un objectif pour tous, à notre sens, elle doit rester soutenue.

La MIFID, pour nous, n'a pas été un aboutissement mais une condition permissive, voire un accélérateur de la consolidation du marché financier européen ainsi que des parties de ce marché moins avancées c'est-à-dire essentiellement le post-marché. C'est pourquoi nous avons toujours défendu à la fois cet objectif d'intégration et les quelques principes qui nous paraissent essentiels pour que cette intégration puisse se réaliser au bénéfice des utilisateurs et des acteurs du marché. Je pense que la MIFID est à certains égards une réussite qui montre que cette méthode est valide. Je pense que nous aurons comme tâche en tant que président de l'Union Européenne à la fois de veiller

à ce momentum, et de créer les conditions des compromis qui sont nécessaires pour que l'on puisse aller de l'avant.

Dans cette opération qui sera bien entendu celle des professionnels mais aussi celle de nos autorités, nous avons tous besoin de conserver des liens intellectuels très forts. Par conséquent, vos réflexions seront en permanence les bienvenues pour nous donner non seulement les bonnes orientations mais également les bons arguments qui permettront de convaincre l'ensemble de nos partenaires de la justesse de nos thèses et de voir avancer l'Europe du marché financier, en particulier des opérations post-marché, dans les directions que vous avez très largement définies et que nous souhaitons tous.

Je vous remercie. ■



Association Française  
des Professionnels des Titres  
36, rue Taitbout - 75009 PARIS  
Tél. : 01 48 00 52 03  
Fax : 01 48 00 50 48  
Site : [www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**  
Rédacteur en chef : **Marcel Roncin**  
Comité de rédaction : **Eurogroup**  
Crédit photos : **Éric Thibaud**  
Réalisation : **Café Noir - LFT**  
ISSN : 1262-2109



Spécial  
Conférence

N° 29 - 0001 2008

Les supports de présentation  
sont disponibles  
pour les membres de l'AFTI  
sur le site Internet de l'association :

[www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)