

Nouvelle organisation des marchés européens

Enjeux et perspectives pour le post marché



Jeudi 19 juin 2008

Gaspard Bonin – gbonin@equinox-consulting.com

Antoine Pertriaux – apertriaux@equinox-consulting.com

MiFID : 1^{er} novembre 2007

Quelles évolutions concrètes des marchés européens ?

Quels impacts sur les activités post-marché ?

Quelles perspectives ?

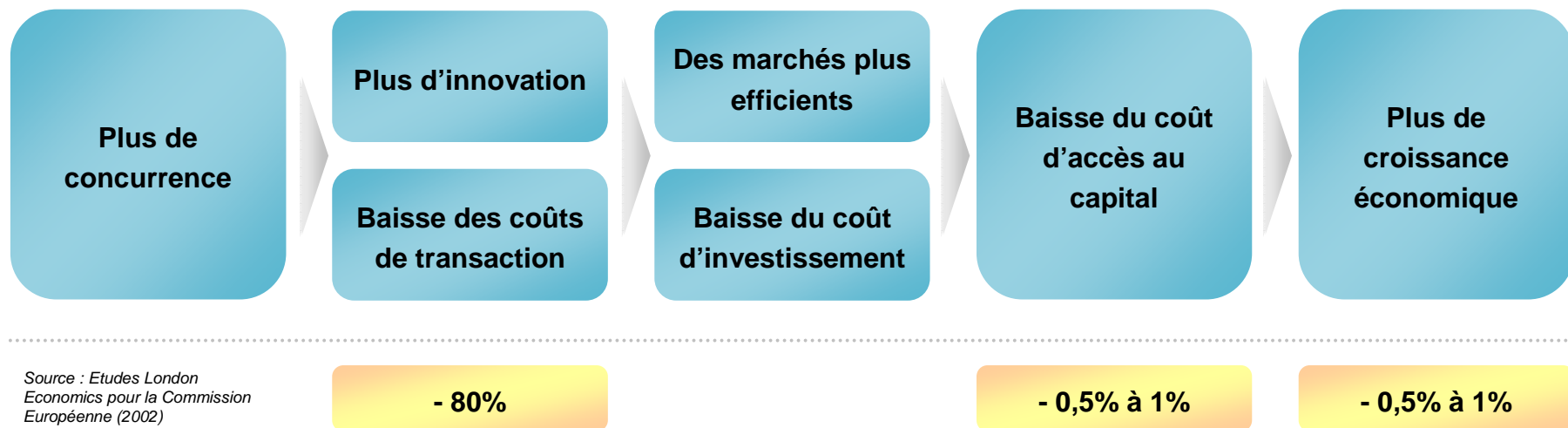
- **Introduction**
- **I – Fragmentation de la liquidité : révolution ou épiphénomène ?**
- **II – Toujours plus de complexité post-marché**
- **III – Concurrence et interopérabilité**
- **Conclusion**

INTRODUCTION

MiFID et le Financial Services Action Plan...

... objectifs ambitieux de la Commission Européenne

- MiFID, applicable depuis le 1^{er} novembre dernier, *est le cœur du Financial Services Action Plan (FSAP)*, plan d'action lancé par la Commission Européenne en 1999 et destiné à **créer un véritable marché financier unique en Europe**
- L'objectif fondateur de MiFID est **d'introduire davantage de concurrence** sur le marché de la négociation et de l'exécution des ordres de bourse, tout en **renforçant la protection des investisseurs**



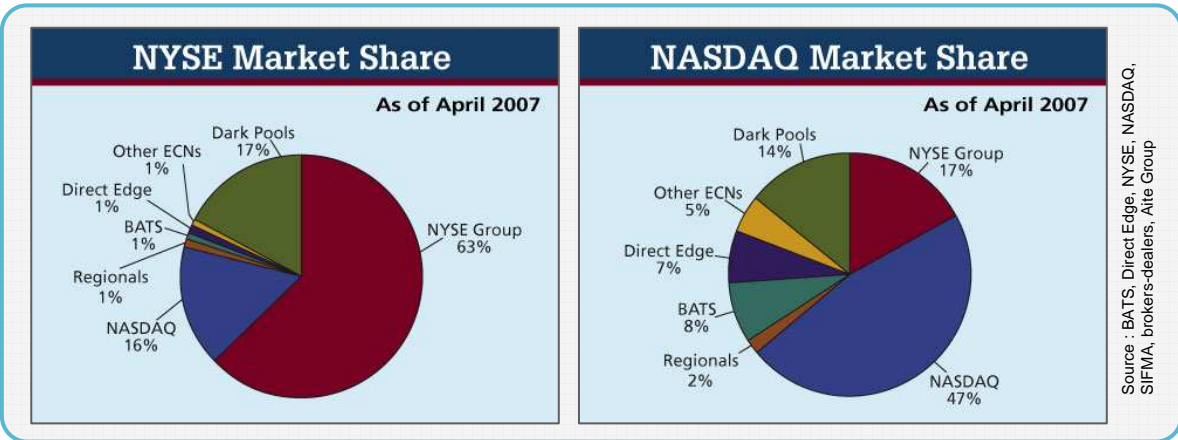
Retour 1 an en arrière...

... force du précédent américain et (r)évolution anticipée

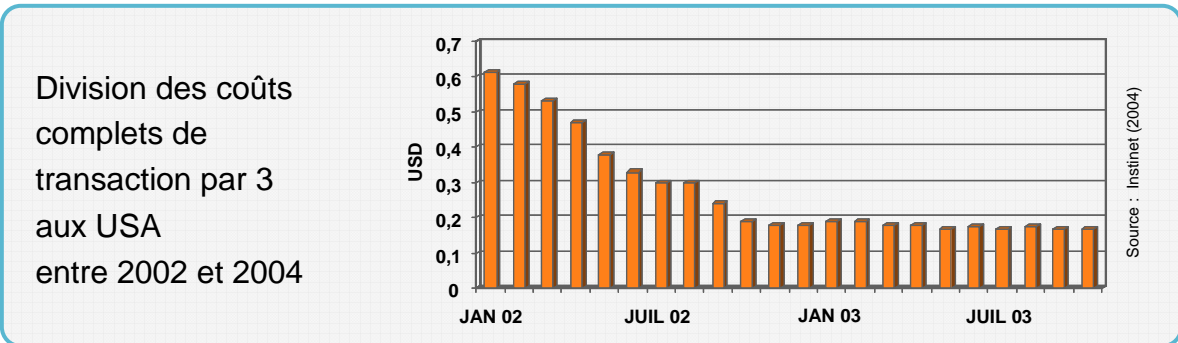
Brèches de différenciation
exploitées par la concurrence aux marchés historiques

- Tarification agressive
- Gap technologique et rapidité d'exécution
- Couverture plus large des classes d'actifs
- Capacité de routage multi-venues et garantie de meilleur prix
- Horaires de cotations étendus
- Décimalisation

Fragmentation réelle de la liquidité :
les lieux d'exécution alternatifs captent des parts de marchés significatives



Baisse drastique et générale des coûts de transaction

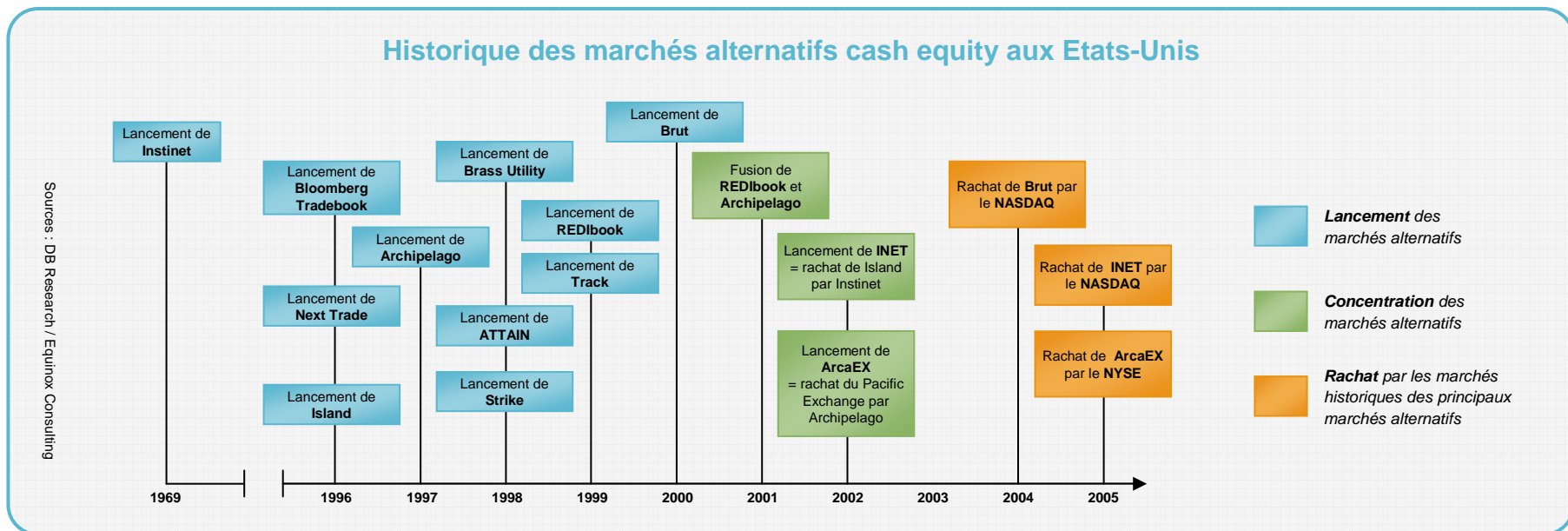


Retour 1 an en arrière...

... les marchés historiques très attendus

6

- Face au succès de la concurrence, les marchés réglementés US avaient d'abord fait **évoluer leurs modèles**, en introduisant notamment des carnets d'ordres électroniques
 - SuperMontage, NASDAQ (2002)
 - Direct+, NYSE (2004)
- Après une première phase de concentration des marchés alternatifs, le NASDAQ et le NYSE avaient racheté les leaders du secteur pour parvenir à une **reconsolidation de la liquidité par la puissance du capital**



Quels grands enjeux pour l'Europe au 19 juin 2008 ?

- **Le contexte européen en 2008 est largement différent de l'environnement qui a présidé au développement des marchés alternatifs aux Etats-Unis à la fin des années 1990**
 - Les marchés réglementés historiques sont nettement plus efficaces
 - L'intégration des places financières européennes s'est construite jusqu'alors sur un modèle multi-local bien moins homogène que celui du marché unique américain (multiplicité des chaînes post-marché, multidevises, régulateurs nationaux...)
- **MiFID intervient simultanément à un mouvement de concentration boursière majeur susceptible, lui aussi, d'engendrer une mutation significative des marchés**

Principaux rapprochements en 2007	% des capitaux échangés dans le monde	Rang
NYSE + Euronext	40%	n°1
NASDAQ + OMX	20%	n°2
LSE + Borsa Italiana	9% (31% sur l'Europe)	n°3 (n°1 en Europe)

Source : World Federation of Exchanges 05/2008

➔ **Quels sont, 6 mois après l'entrée en vigueur de la directive, les premiers impacts concrets de MiFID et les perspectives d'évolution les plus probables ?**

Première photo « brute » 6 mois après le 1^{er} novembre 2007

8

→ Des 1^{ères} réalisations opérationnelles

3 MARCHES ALTERNATIFS



Lancé en **mars 2007**, avec aujourd'hui entre 5% et 10% de 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 dark pools majeurs aux USA, lancée en **mars 2008** en partenariat avec BP2S

1 PLATEFORME DE TRADE REPORTING



Plateforme 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 SYSTEMATIQUES



Source : CESR 05/2008

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



JUIN 2008



SEP 2008



FIN 2008 ?



→ Des impacts concrets

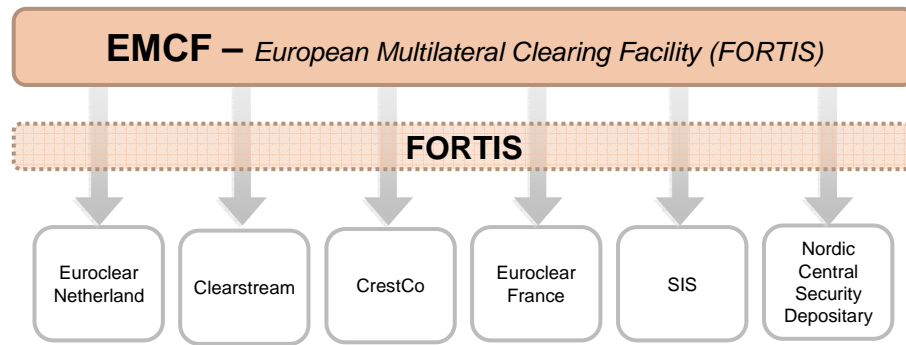
- Prise de participation des grandes banques dans de nombreux projets
- Baisse significative des tarifs des chambres de compensation VS stabilité des tarifs des marchés réglementés
- Mouvements de réorganisation des chaînes post-marché (LSE et X-Tream, LiffeClear...)

1

FRAGMENTATION DE LA LIQUIDITE
REVOLUTION OU EIPHENOMENE ?

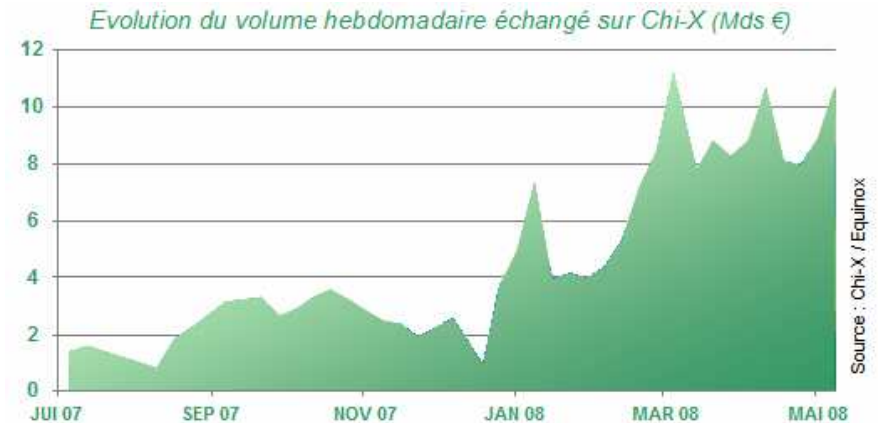
UN POSITIONNEMENT EFFICACE

- Tarification très agressive, avec rémunération pour apport de liquidité
- « 1st mover » parmi les marchés alternatifs
- 1^{er} marché paneuropéen
- Innovation technologique pour des temps de latence 20 fois inférieurs aux standards du marché début 2008 et la réduction du pas de cotation



UN PREMIER SUCCES RAPIDE

- **5 à 10%** de part de marché sur les valeurs traitées
- 2% de part de marché globale en Europe
- Liquidité significative (40% à 50%) sur certaines valeurs



- **Quelle est la pérennité de la liquidité captée par Chi-X, en fonction du développement d'autres MTF et de l'évolution des marchés historiques ?**
- **Le type de membres, aujourd'hui essentiellement des arbitragistes, va-t-il se généraliser au compte de tiers institutionnel et retail ?**

Un MTF construit sur un modèle de market-making adapté à un positionnement retail



UN MODELE ADAPTE AUX PARTICULIERS

- Coûts de transactions réduits : aucun frais d'exécution ni de compensation, R/L OTC netté (1 par jour et par ISIN)
- Horaires de cotation étendus 8h → 22h
- Garantie de prix au moins aussi bons que sur le marché de référence

8 ANS D'EXPERIENCE ALLEMANDE

- Tradegate fonctionne en Allemagne depuis 2000 en partenariat avec la plupart des e-brokers
- Cotation en continu de plus de 1 000 valeurs (allemandes, US, red chips, certificats sportifs...)

LANCEMENT EN FRANCE PROMETTEUR

- Ouverture des valeurs du CAC 40 dès novembre 2007
- 1^{ère} plateforme d'exécution alternative en France adaptée aux investisseurs particuliers
- **10%** des volumes de Cortal Consors sur valeurs Euronext

- **Quel potentiel de développement auprès des acteurs B2C français, notamment par rapport à l'internalisation systématique par les grands groupes bancaires ?**

- Boat a su tirer partie des conséquences de MiFID pour s'implanter rapidement sur le nouveau marché du trade reporting, et devancer ainsi les offres des marchés historiques

MIFID

- Obligations de transparence accrues
- Fragmentation de la liquidité et développement des transactions OTC

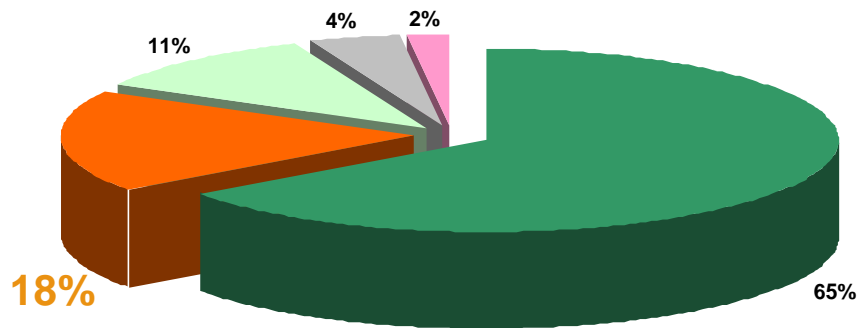


OFFRE BOAT

- Offre de trade-reporting paneuropéenne et low cost
- 18%** du marché européen capté en 6 mois, soit plus de **50% des transactions OTC**

Trade reporting – Parts de marché en Europe

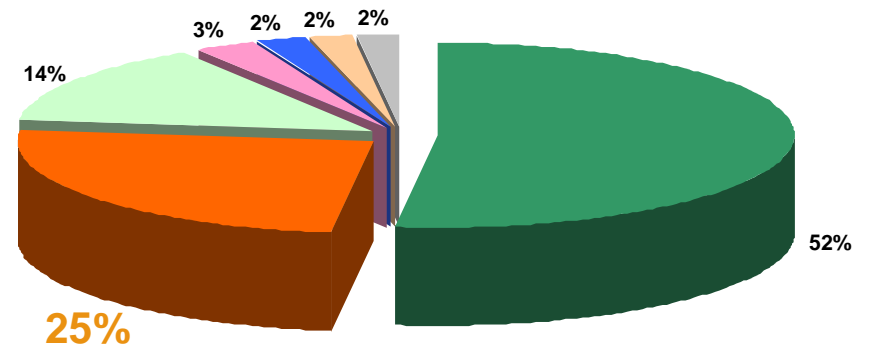
Capitaux traités en avril 2008 – Source Reuters / Equinox



- Transactions exécutées sur les marchés réglementés
- Markit Boat
- Offres de trade reporting OTC des marchés réglementés
- Autres
- Chi-X

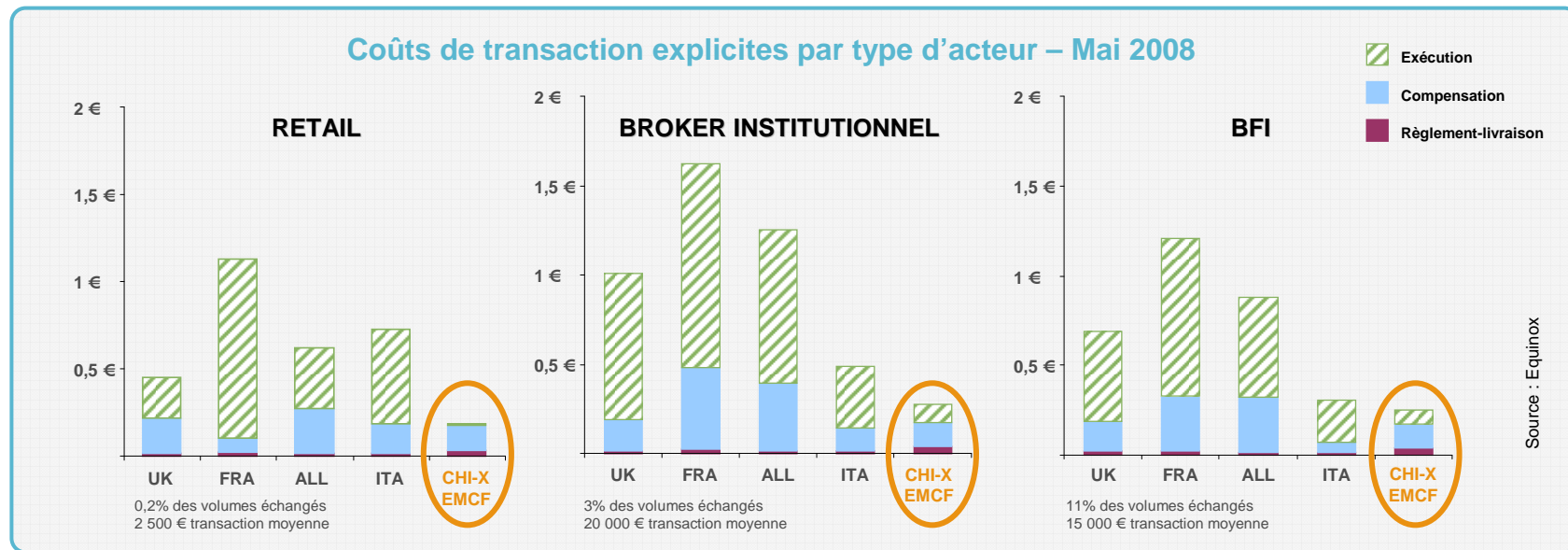
Trade reporting – Parts de marché valeurs Euronext

Capitaux traités en avril 2008 – Source Reuters / Equinox



- Transactions exécutées sur Euronext
- Offre de trade reporting OTC d'Euronext (TCS)
- L S E
- Autres
- Markit Boat
- Chi-X
- Offre de trade reporting OTC de Xetra

- Le facteur de différenciation principal des MTF est leur grille tarifaire très agressive, fondée en grande partie sur la rémunération des apports de liquidité et l'articulation avec de nouveaux acteurs de compensation low cost (EMCF et EuroCCP)

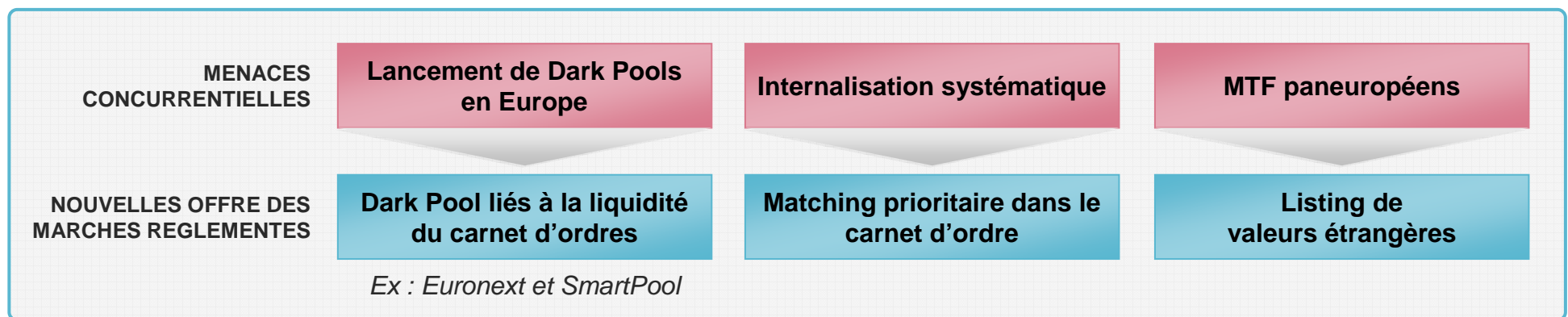


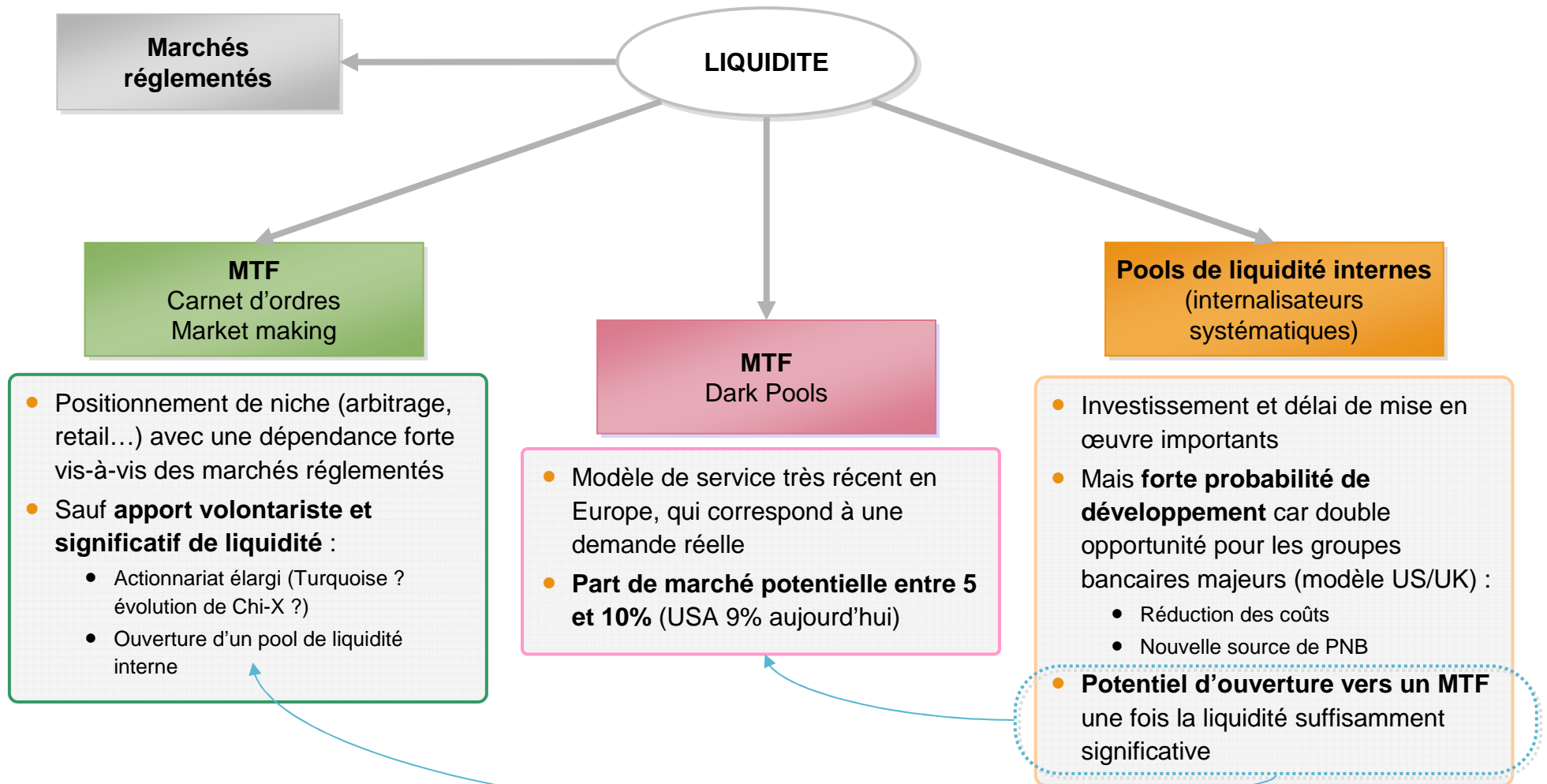
- Cette pression a déjà engendré une **baisse significative des clearing fees** des CCP historiques depuis 1 an, mais **les trading fees des marchés réglementés n'ont diminué que marginalement**, bien qu'ils représentent aujourd'hui une part prépondérante des coûts de transactions explicites

➔ Des baisses peuvent-elles encore être anticipées ?

Les marchés réglementés toujours en position de force...

- Les bourses historiques préservent aujourd’hui leur statut de **marchés de référence**, puisqu’elles concentrent encore la plus grande part de la liquidité, et gardent donc des avantages concurrentiels majeurs vis-à-vis des MTF
 - Garantie de meilleure exécution et d’accès optimal à la liquidité
 - Frein au développement par les MTF d’offres de Best Execution / « smart-routing » compétitives, du fait des grilles tarifaires dégressives des MR
- En outre, elles ont également la **capacité d’investir** pour lancer des travaux d’adaptation à l’évolution des marchés et d’anticipation des « attaques » concurrentielles
 - Concentration capitalistique (*NYSE – Euronext, LSE – Borsa Italiana, NASDAQ – OMX*)
 - Evolutions technologiques pour réduire les temps de latence et suivre le mouvement de décimalisation
 - Re-siloisation post-marché pour conserver la maîtrise des coûts / des niveaux tarifaires (*LSE et X-TREAM, LiffeClear*)
 - Développement de nouvelles offres pour accroître la barrière à l’entrée pour les nouveaux acteurs





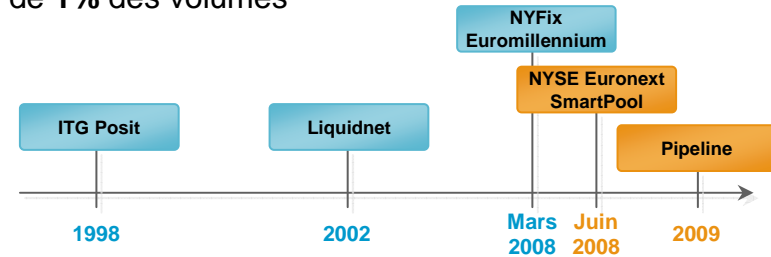
Quel avenir pour les Dark Pools en Europe ?

LES CLEFS DU MODELE : CROSSING DE BLOCKS ANONYME A UN PRIX IMPORTE OU NEGOCIE

- Réduction de l'impact de marché
- Réponse efficace à la baisse de l'encours moyen par exécution sur les marchés historiques
- Pas de transparence pre-trade et reporting post-trade différé (*y compris selon MiFID*)
- Anonymat (plateformes électroniques)

LIMITES ACTUELLES EN EUROPE

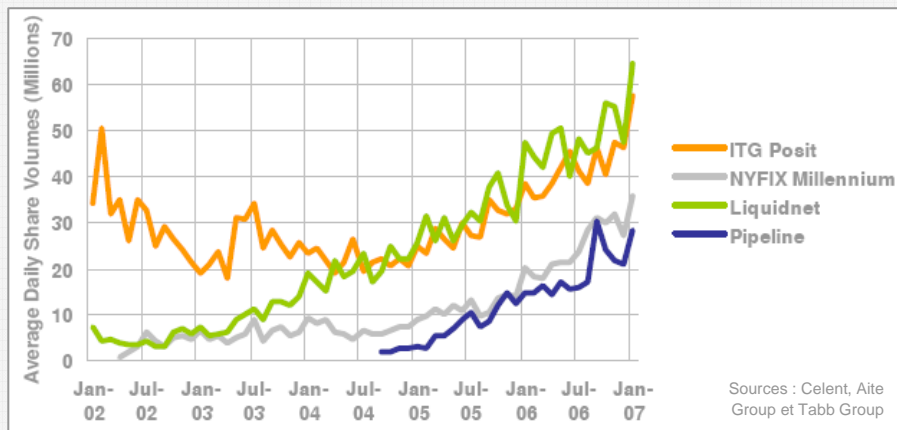
- Le marché est plus récent et représente aujourd'hui moins de 1% des volumes



- Réticence des acteurs Buy-Side envers l'opacité du modèle (information leakage, Sell-Side gaming...)
- Taux d'exécution encore très faibles, tant qu'une plateforme n'atteint un seuil critique de liquidité
- Positionnement efficace des marchés réglementés :
 - Efficience sur les valeurs liquides
 - Fonctionnement des ordres *Iceberg / Hidden*
 - Développement de Dark Pools liés à la liquidité du carnet d'ordres (ex: NYSE Euronext SmartPool)

Croissance forte aux USA depuis 2005

9% de part de marché en 2007, 15% en 2010



- Le développement des Dark Pools en Europe va dépendre fortement de l'évolution des acteurs Buy-Side et du positionnement des brokers par rapport à ce nouveau modèle d'exécution

2 rôles clef pour les grands groupes bancaires

Promotion des nouvelles plateformes

- Les grands groupes bancaires prennent des participations tous azimuts dans les nouvelles plateformes
- ➔ Promotion de la concurrence pour encourager l'innovation et surtout la baisse des tarifs
- ➔ Logique d'investissement diversifié à moyen terme (voire volonté de reprise de contrôle sur le métier d'exécution à plus long terme)

Concentration de la liquidité

- Les grands groupes bancaires peuvent tirer partie de leur position amont de fournisseurs de liquidité

MOYENS

- ➔ Rationalisation et concentration des pools de liquidité internes
- ➔ Développement d'une plateforme d'exécution interne
- ➔ Mutation en MTF lorsque la liquidité est significative

BENEFICES

- ➔ Réduction des coûts de transaction
- ➔ Nouvelles sources de PNB (internalisation systématique puis MTF)
- ➔ Acquisition d'un poids critique de liquidité vis-à-vis du marché

Prises de participation des groupes bancaires dans les nouvelles plateformes – Juin 2008

	Chi-X	Turquoise	SmartPool	BOAT	BATS
CREDIT SUISSE	●	●		●	●
citi	●	●		●	●
Merrill Lynch	●	●		●	●
Morgan Stanley	●	●		●	●
LEHMAN BROTHERS	●				●
UBS	●	●		●	
Deutsche Bank		●		●	●
Goldman Sachs	●	●		●	
JPMorgan					●
BNP PARIBAS	●	●	●		
GRUPE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	●	●			
HSBC			●	●	

Source : Equinox

8 internalisateurs systématiques – Juin 2008



Source : CESR

Confrontation des modèles français et anglo-saxon

● Promotion des nouvelles plateformes d'exécution

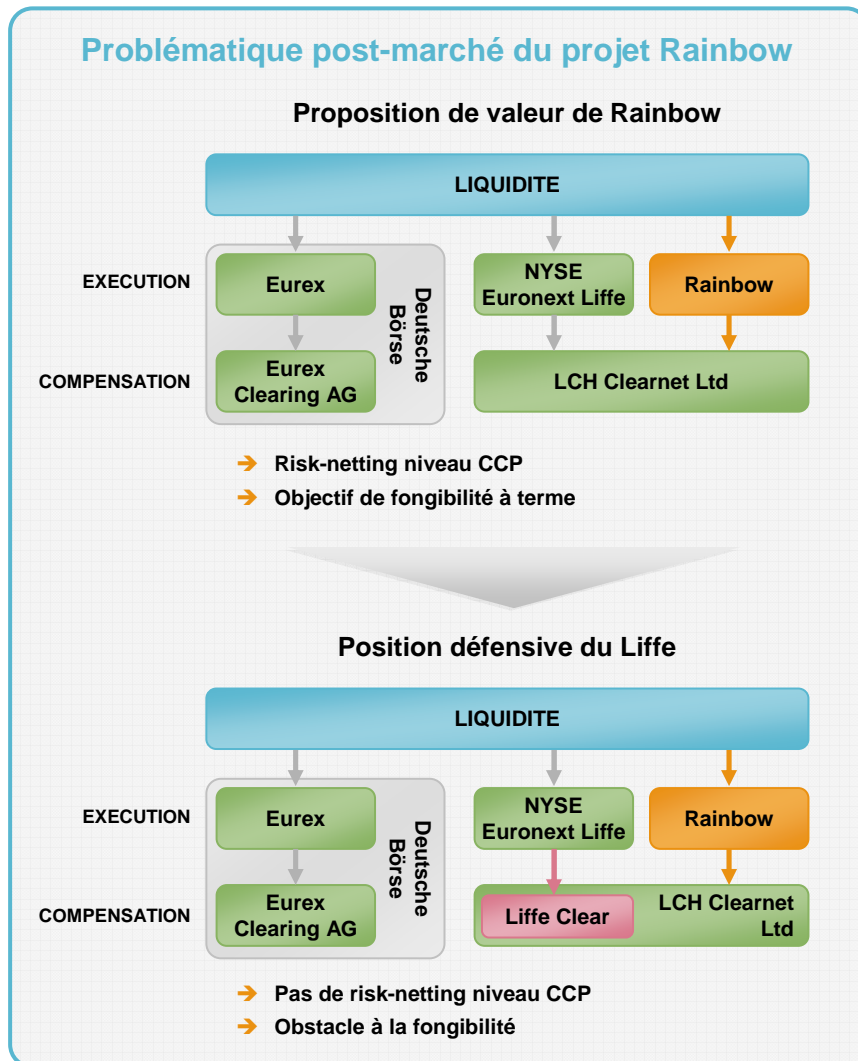
- Société Générale et BNP Paribas ont pris des participations minoritaires dans Chi-X et Turquoise
- BNP Paribas est partenaire de l'initiative SmartPool (NYSE Euronext), avec HSBC
- BNP Paribas est le clearing & settlement agent de NYFix EuroMillennium, et propose une offre de GCM sur Chi-X qui sera étendue à Turquoise dès le lancement de la plateforme en août 2008

● Utilisation de ces plateformes

- Les activités d'arbitrage des banques d'investissement participent à Chi-X
- Une partie des brokers construisent ou proposent déjà une offre Chi-X (et bientôt Turquoise), principalement pour des raisons commerciales
- La plupart des plateformes retail industrielles sont aujourd'hui dans une position attentiste, sans pression particulière de la part des clients finaux
- Parmi les acteurs B2C, seuls les e-brokers ont déjà réellement investi vers le « multi-venues », à l'instar du partenariat de Cortal Consors avec Tradegate

● Concentration de la liquidité interne

- Les groupes bancaires travaillent dans un premier temps à la rationalisation des flux internes
- Aucun acteur ne dispose à ce jour d'une plateforme d'internalisation systématique opérationnelle, mais des projets sont en cours. Ces projets sont longs et complexes dans la mesure où ils doivent impliquer les métiers retail et les métiers de banque d'investissement.



- La concurrence se développe également sur le segment des dérivés listés, avec le projet américain **ELX** destiné à bousculer le quasi-monopole du CME sur les futures, et avec le projet **Rainbow** en Europe, tous deux soutenus par un consortium regroupant *Crédit Suisse, Goldman Sachs, JPMorgan, Lehman, UBS et Citadel*
- La première étape de Rainbow est fondée sur la réplique des contrats du Liffe (NYSE Euronext) et sur 3 clefs :
 - Low-cost : frais d'exécution significativement réduits
 - Risk-netting au niveau de la CCP du Liffe : LCH Clearnet Ltd
 - Objectif de fongibilité à moyen terme
- Le Liffe a adopté une position défensive, demandant à LCH Clearnet Ltd de créer un compartiment dédié pour empêcher tout netting de risque niveau CCP, et a fortiori toute fongibilité
- Rainbow réplique actuellement de 2 façons :
 - Dénonciation de « LiffeClear » comme atteinte à la libre concurrence
 - Pourparlers avec le LSE pour un éventuel regroupement avec EDX, plateforme dérivés déjà compensée par LCH Clearnet Ltd

→ **La fragmentation de la liquidité s'étend par contagion à des problématiques post-marché. De nouveaux acteurs comme EMCF et EuroCCP ont anticipé ces changements...**

2

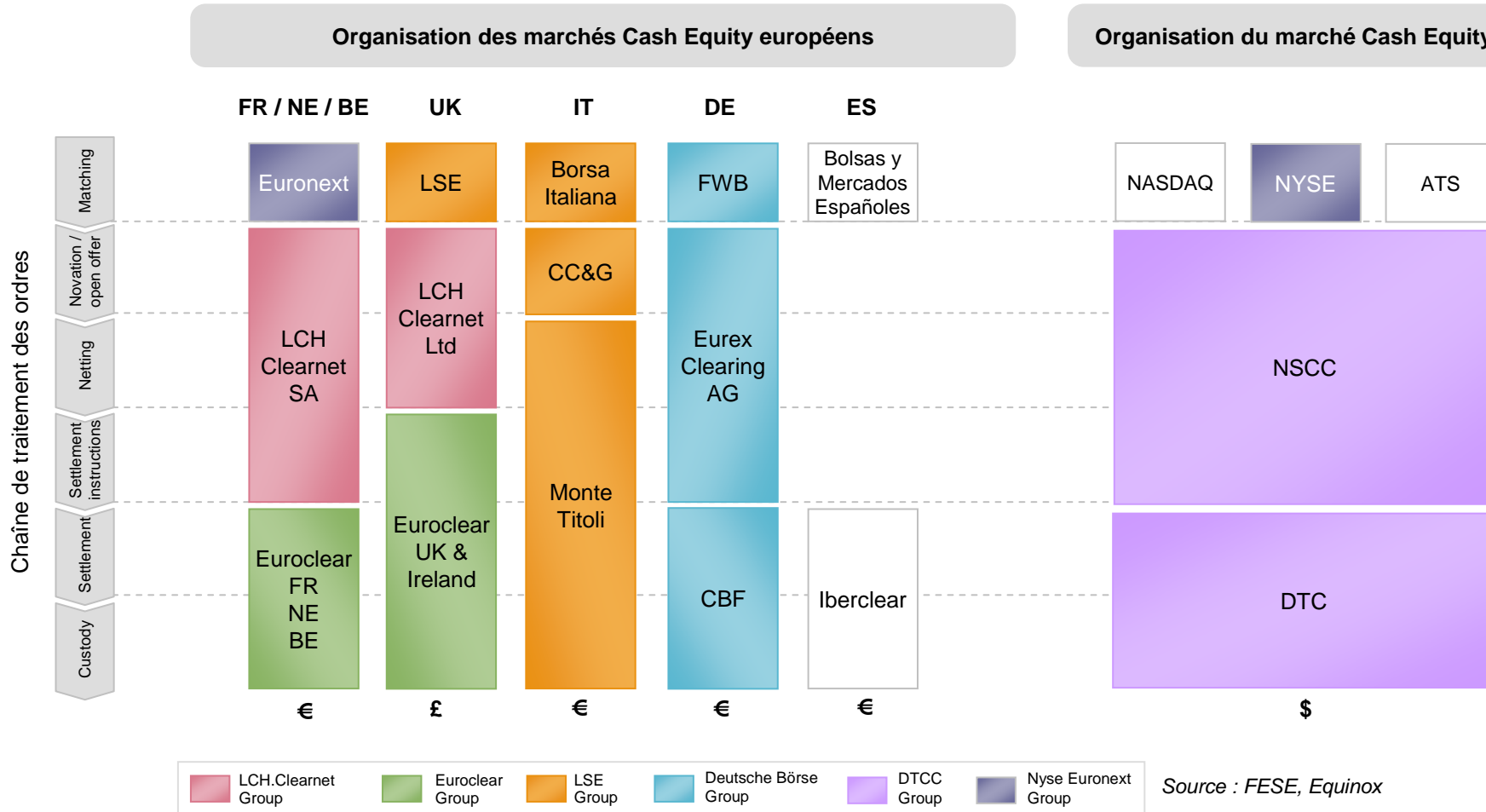
TOUJOURS PLUS DE COMPLEXITE POST-MARCHE

- Pour des raisons historiques (à l'origine une chambre de compensation par marché, et donc par pays) **les infrastructures post-marché diffèrent fortement entre les pays européens** :
 - **Services fournis**
 - Positionnement des frontières entre exécution / compensation / règlement-livraison
 - Certains marchés n'ont pas de chambre de compensation comme la bourse de Madrid
 - **Modèles opérationnels et pratiques de place**
 - Processus de netting (*trade date netting vs. continuous net settlement*)
 - Délai de règlement livraison (J+3 dans la majorité des pays mais J+2 en Allemagne)
 - **Réglementation**
 - Autorités de tutelle et supervision propre à chaque marché/pays
 - Statuts et/ou licences requis pour exercer les activités de compensation et de règlement-livraison
 - Taxes applicables et dispositif légal
- Cet environnement fragmenté engendre des **coûts opérationnels importants** pour les acteurs européens, notamment pour les **transactions transfrontalières**

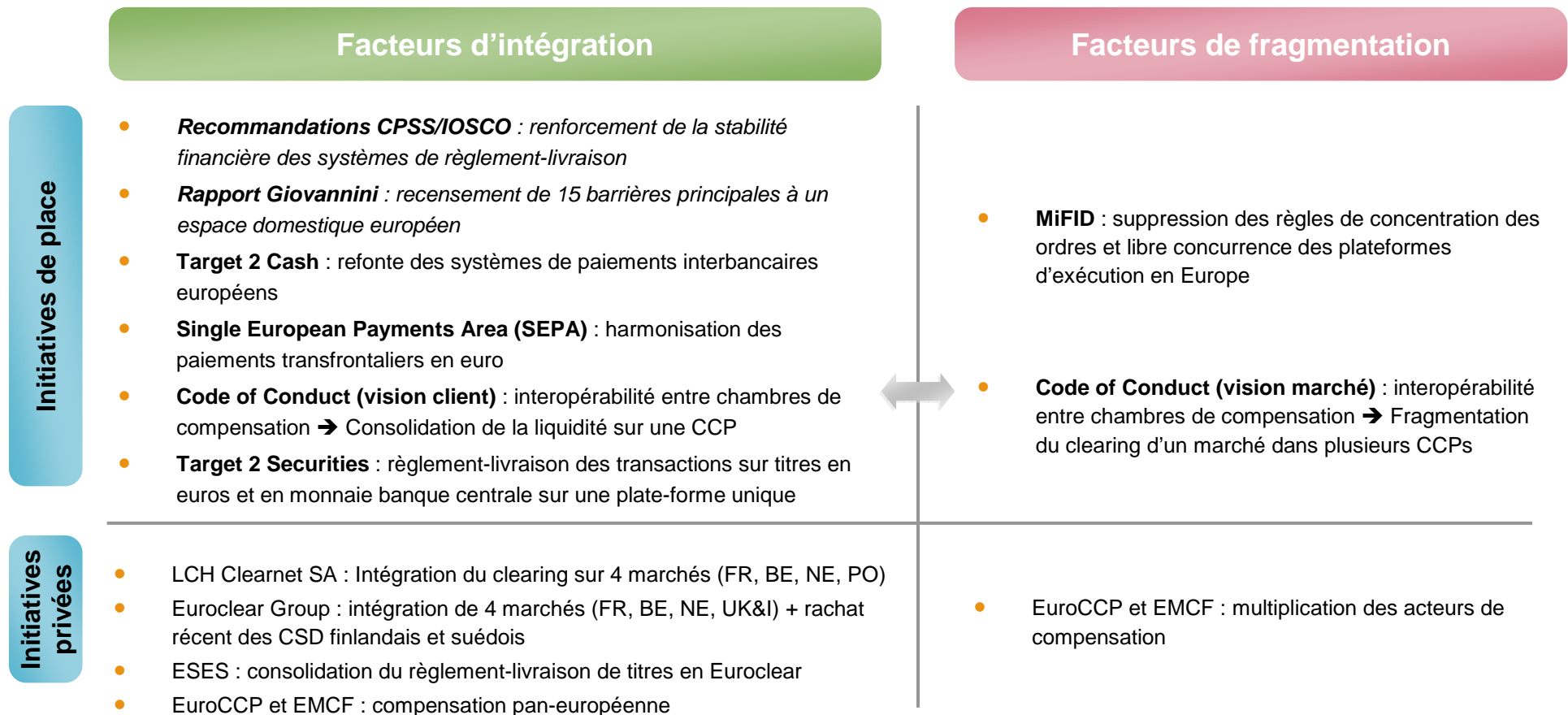
Les disparités entre les pays rendent très complexes les initiatives de rationalisation

Organisation verticale vs. Organisation horizontale

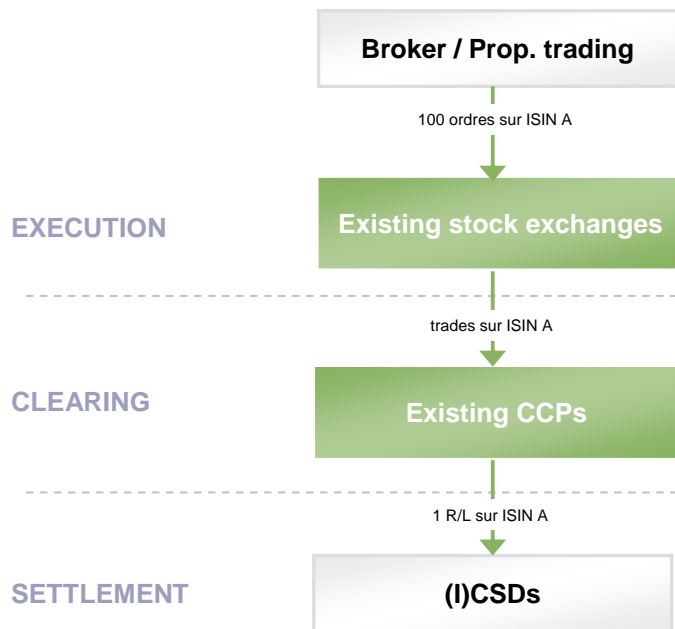
- Une organisation des marchés européens liée à la structure capitaliste des infrastructures



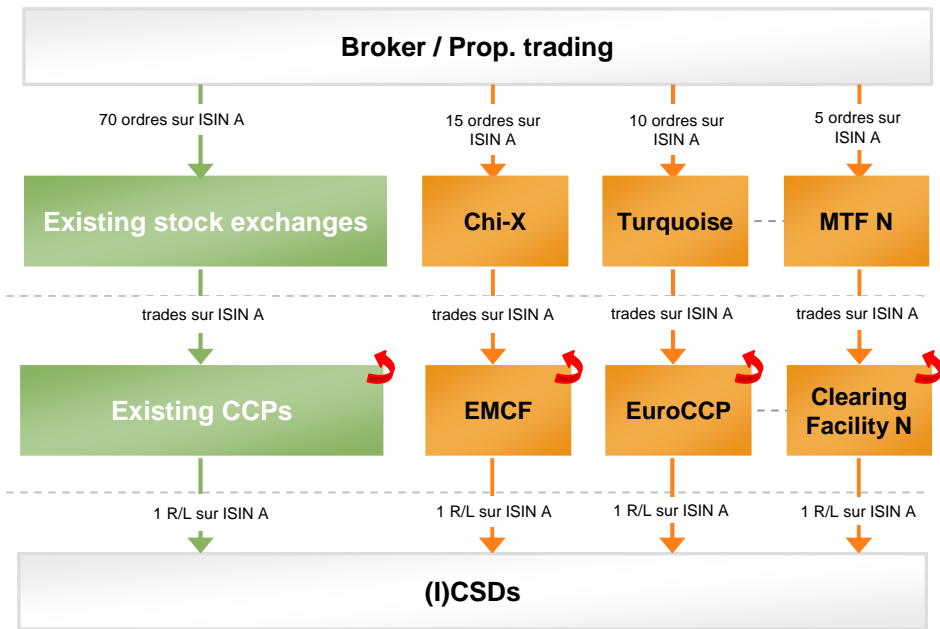
- De nombreuses initiatives, tant publiques que privées, modifient en profondeur le paysage du post-marché



Situation Pré-MiFID



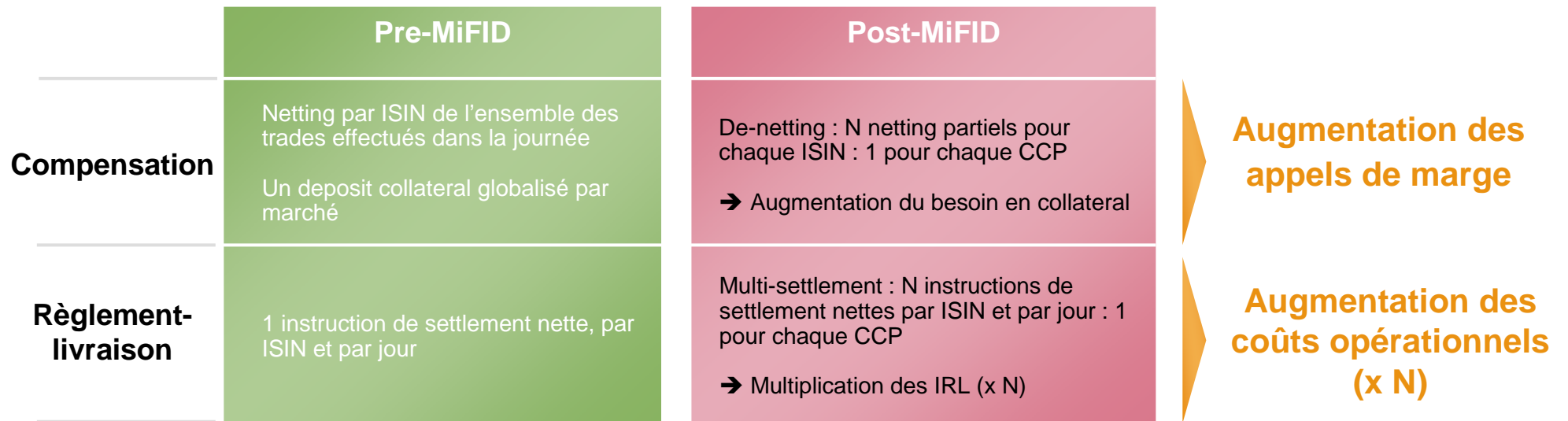
Situation Post-MiFID



→ De-netting + Multi-settlement

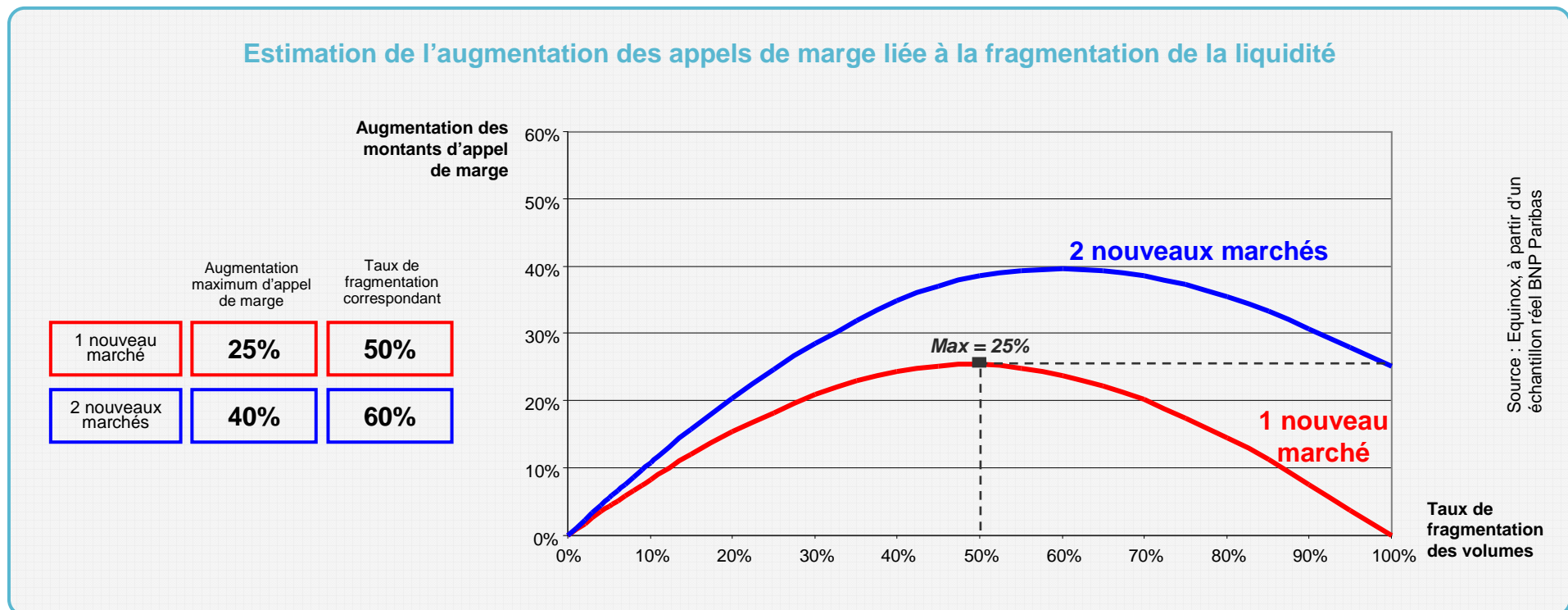
Pre-MiFID players
 Post-MiFID players
 Client margin requirement
 N = number of markets

- La fragmentation de la liquidité entraîne des impacts majeurs sur le post marché :



- S'ajoutent à cela les impacts opérationnels forts liés à la connexion aux différentes plateformes afin d'assurer le règlement-livraison des opérations...
- ... et une augmentation des risques opérationnels induits par la complexité de traitement

- L'augmentation des montants d'appel de marges liée à la fragmentation peut être estimée en fonction :
 - Du nombre de nouveaux marchés (MTFs)
 - Du degré de fragmentation de la liquidité (volumes traités en dehors des marchés historiques)



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

27

- Dans le modèle actuel, les **coûts post-marché additionnels**, qu'ils soient **directs** (financement des appels de marge et augmentation des flux de règlement-livraison) ou **indirects** (coûts opérationnels induits par la complexification des circuits) **pèsent intégralement sur les tradings members**

→ Enjeux pour les clearing & settlement agents

A court terme, le premier enjeu, essentiellement commercial et marketing, concerne les prestataires post-marché, **agents de compensation et de règlement-livraison**, qui ont la possibilité – *la nécessité concurrentielle ?* – d'adapter leurs offres de **global clearing & settlement** afin de réduire les effets négatifs de la fragmentation pour leurs clients et prospects

→ Enjeux pour les CCP

A moyen terme, l'enjeu pèse sur les **chambres de compensation** à travers les passerelles stratégiques et opérationnelles qu'elles vont pouvoir établir entre les différentes plateformes d'exécution

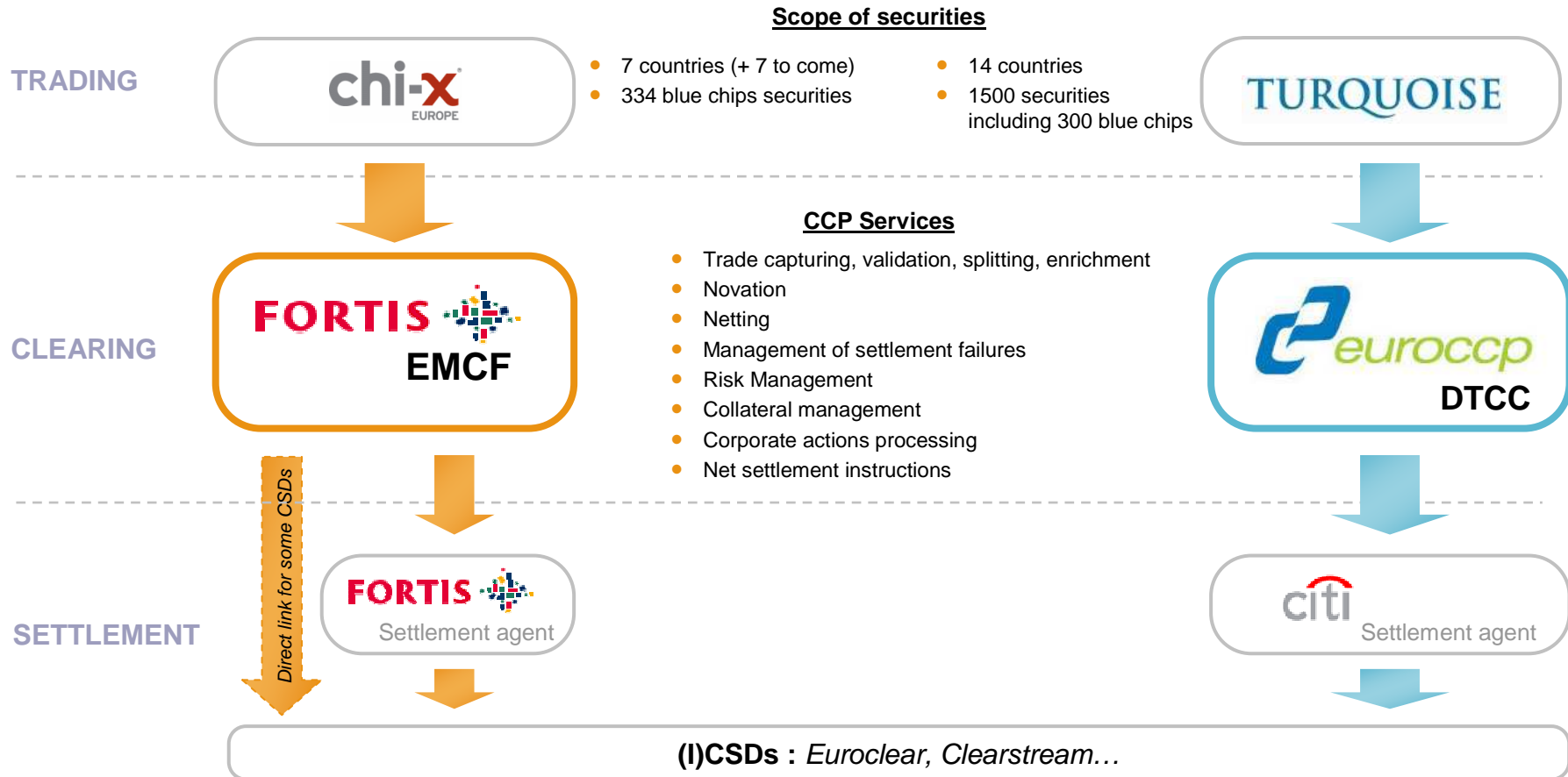
- En application du code de conduite du commissaire européen Mc Creevy, les chambres de compensation européennes sont amenées aujourd'hui à conduire une réflexion autour de « **l'interopérabilité** » afin d'aller, elles aussi, dans le sens de la réduction des effets négatifs de la fragmentation pour leurs clients
- A terme, leur positionnement central dans la chaîne post-marché pourrait être remis en cause si elles ne parvenaient pas à mettre en pratique ce principe « d'interopérabilité » et si les agents de compensation et de règlement-livraison s'approprièrent efficacement le rôle de **concentration des transactions**

3

CONCURRENCE ET INTEROPERABILITE

La compétition est engagée

- Emergence de nouveaux acteurs pour accompagner le développement des MTFs
- ➔ Zoom sur deux initiatives :



Un positionnement agressif accordé sur celui des MTFs



ATOUTS

- Time-to-market
- Business model paneuropéen
- Une grille tarifaire extrêmement simple et un tarif très attractif
- Un engagement de baisser les fees avec tout accroissement de volume
- En train de construire des liens pour être en direct chez de nombreux CSD nationaux en Europe
- Inertie dans l'adaptation des régulateurs aux CCP alternatives

- Business model paneuropéen
- Tarif annoncé le plus bas du marché européen
- « Non-for-profit » organisation : modèle « at cost basis »
- Capitalisation sur l'infrastructure DTCC : économies d'échelle importantes
- Soutien des global brokers anglo-saxons
- Inertie dans l'adaptation des régulateurs aux CCP alternatives

RISQUES & FAIBLESSES

- Positionnement des régulateurs
- La maison mère est un participant de marché
- Sensibilité au risque et stabilité vs CCP historiques
- Actuellement dépendant du développement de Chi-X

- Pas encore opérationnel
- Pas d'expérience des marchés européens continentaux
- Sensibilité au risque et stabilité vs CCP historiques
- Dépendant du développement de Turquoise

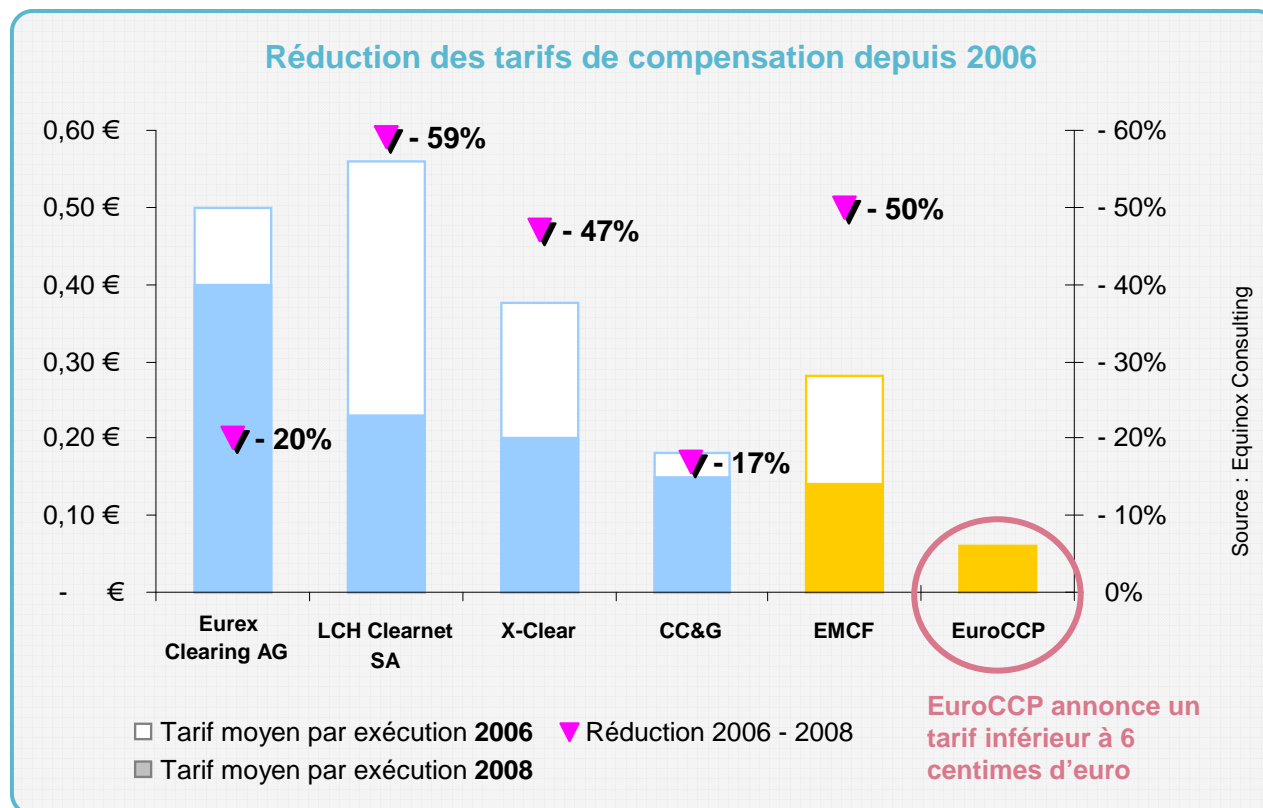
MARCHES GAGNES

- Live : Chi-X
- Gagnés
 - Plateforme paneuropéenne de NASDAQ – OMX
 - BATS Trading Europe

- Gagnés
 - Turquoise
 - NYSE Euronext SmartPool

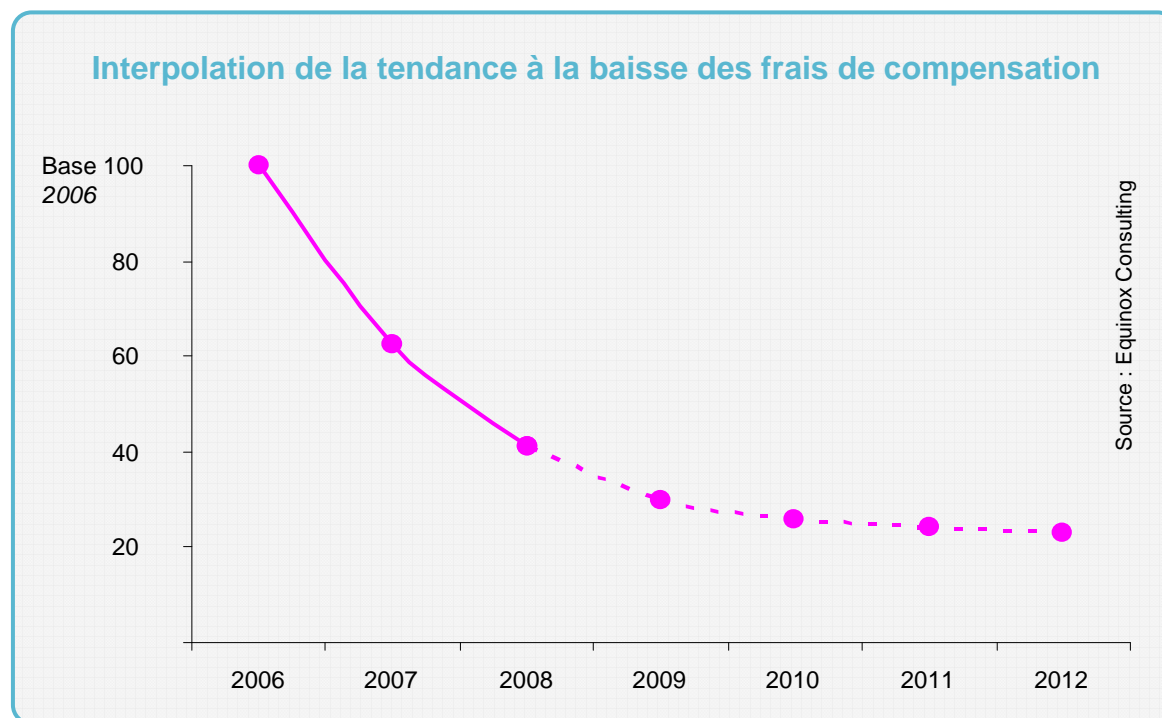
Forte pression sur les frais de compensation

- Premier résultat en réaction à l'arrivée de nouveaux acteurs : une pression forte sur la baisse des tarifs des CCPs depuis plus d'un an...



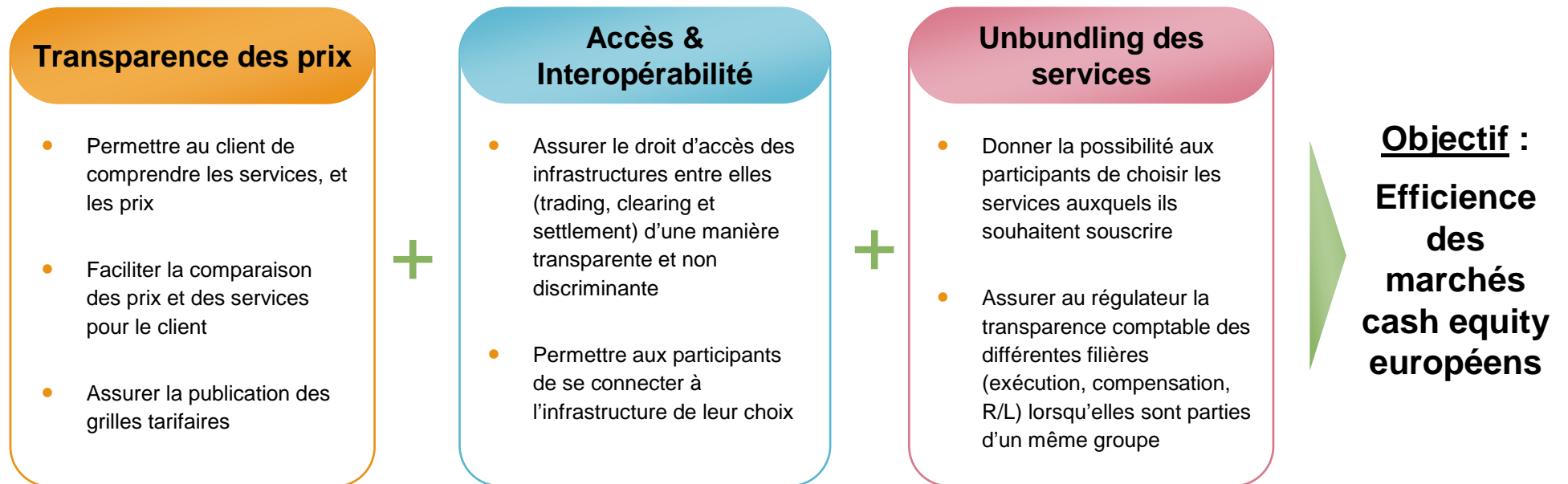
- 2 facteurs viennent nuancer cette analyse quantitative
- Les services fournis par les différents acteurs ne sont homogènes selon les marchés
- L'analyse ne couvre pas le coût des services annexes *unbundlés* ni le coût du collatéral, qui est par exemple aujourd'hui plus élevé sur EMCF que sur les CCP historiques

- Des réductions qui devraient se poursuivre dans les années à venir...



- Un élément de comparaison : le tarif moyen pratiqué par DTCC pour le clearing aux Etats Unis est de \$ 0,6 cents par trade en 2007 (\$ 1,1 cents en 2006)

- Le « Code of Conduct » a été élaboré en 2006 dans le prolongement de MiFID par le commissaire européen Mc Creevy afin d'adresser la problématique des coûts post marché, notamment en ce qui concerne les transactions transfrontalières :

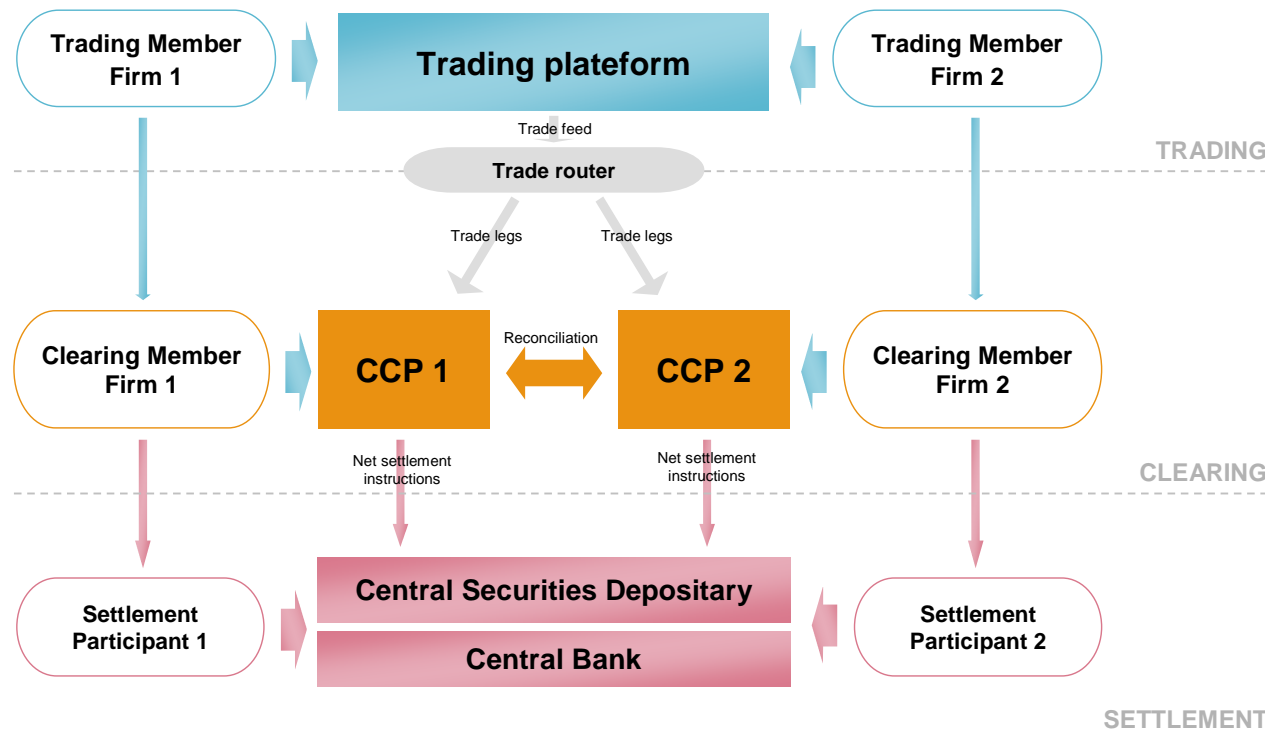


- Les infrastructures de marché européennes ont signé le code et se sont engagées sur un objectif de « meilleure efficacité et intégration en Europe »

- Pour les infrastructures post-marché (CCP, (I)CSD) :
 - Possibilité d'entrer en concurrence avec les autres infrastructures de marché et de gagner de nouvelles parts de marché
 - Accompagnement dans le développement de leurs clients
 - Positionnement dans le paysage européen dans la perspective d'une consolidation progressive
- Pour les participants aux niveaux trading, clearing et settlement :
 - Choix de CCP & CSD sur chaque marché
 - Possibilité de consolidation de l'activité dans une CCP avec les avantages :
 - Opérationnels (format de flux d'échange...)
 - Trésorerie (réduction des appels de marge, etc.)
 - ... et dans un deuxième temps, harmonisation des services à travers l'Europe et la possibilité d'acheter des services individuellement (unbundling) grâce au dialogue entre infrastructures du post-marché

... et permettre une réduction des tarifs appliqués en Europe
par le biais de la concurrence

- La mise en œuvre de l'interopérabilité entre deux CCPs entraîne des impacts aux différents niveaux de la chaîne de traitement post marché
- Exemple du modèle « peer-to-peer » prévu dans le *Code of conduct*

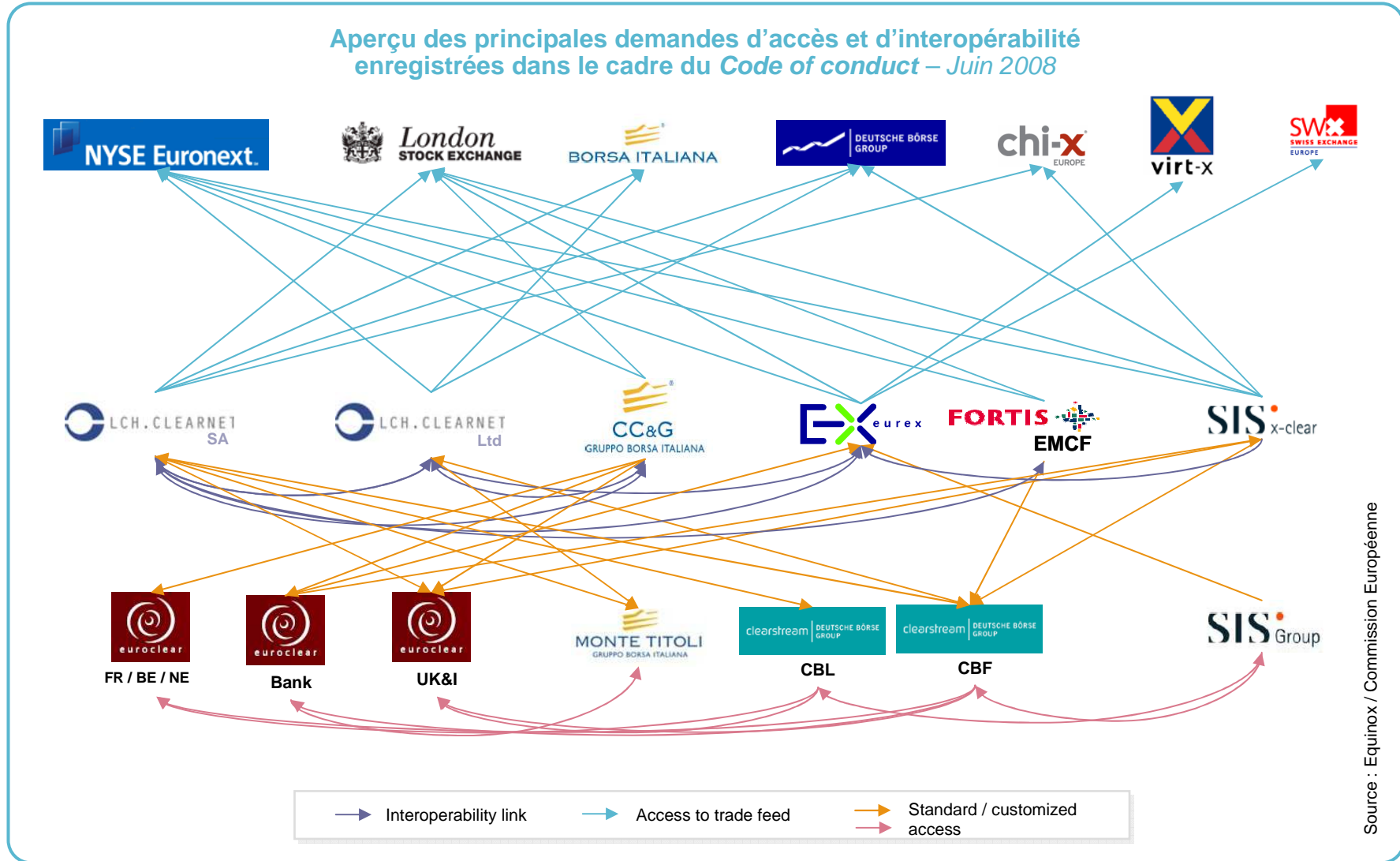


Des adaptations structurantes

- « Trade router » permettant d'aiguiller les trades vers la bonne CCP
- Processus de réconciliation entre les CCPs (« cross CCP trades »)
- Harmonisation des pratiques en termes de risk management
- Harmonisation des processus de buy-in et de gestion des fails
- ...

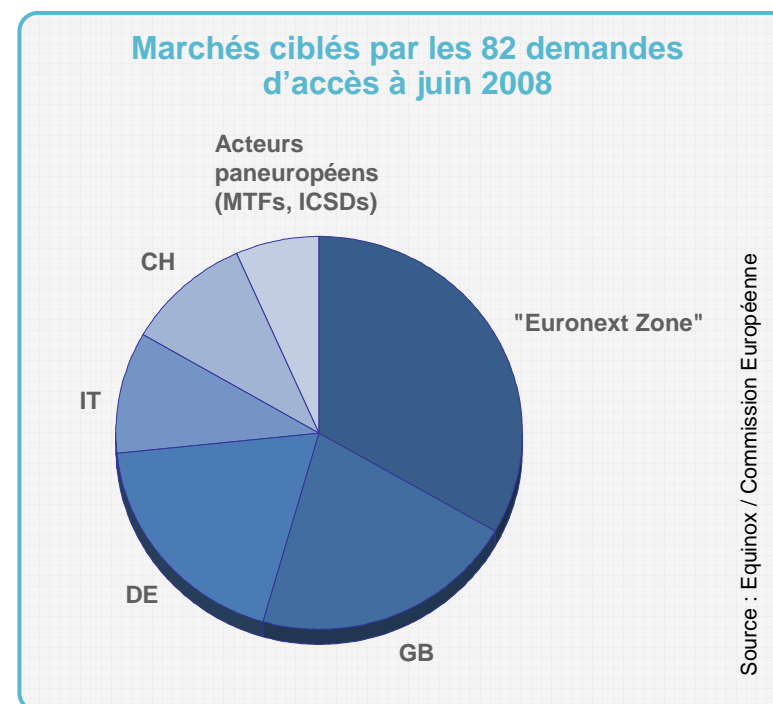
De nombreuses demandes...

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



Source : Equinox / Commission Européenne

- De nombreuses demandes d'interopérabilité...
 - 82 demandes d'interopérabilité ont été recensées
 - La majorité concerne des demandes d'interopérabilité des CCPs vers les marchés sur un modèle « peer to peer »
 - Les (I)CSDs ont également émis de nombreuses demandes



- ... Mais aucune réalisation concrète à ce jour sur les marchés cash equity
- Un exemple hors « code of conduct » : interopérabilité entre LCH Clearnet SA et CC&G sur le marché des bonds italiens MTS

- **Des difficultés avérées pour les infrastructures dans l'application du code**
 - Négociations nécessaires entre futurs concurrents et relations complexes entre certains acteurs
 - Des marchés « protégés » par leur structure en silo
 - Ex : marché allemand, italien...
 - Grand travail d'apprentissage pour entrer dans un nouveau marché de par les spécificités locales et la complexité opérationnelle
 - Nécessité d'harmonisation des pratiques entre CCPs (ex : Risk Management)
 - Interprétations et exigences réglementaires et juridiques spécifiques dans chacun des pays
 - Une interprétation du code qui diffère suivant les acteurs, à commencer par le périmètre d'application (« cash equity »)
- **Un risque systémique à prendre en considération par les régulateurs**
 - Novation et netting
 - Contrôle du risque pour les membres
- **Des impacts majeurs dans la mise en œuvre de liens efficients entre les infrastructures : faisabilité et coût de financement du modèle « spaghetti » ?**
 - Exemple entre (I)CSDs (rebalancing)

CONCLUSION

- MiFID vient à la fois catalyser les mutations des marchés européens et complexifier les évolutions déjà engagées autour d'un mouvement de concentration
- Le précédent américain délivre 3 enseignements majeurs
 - La fragmentation de la liquidité, si elle ne constitue par une révolution à proprement parler, est loin d'être un épiphénomène, comme le montrent déjà les premières réalisations européennes
 - Après une première phase de multiplication des plateformes alternatives, un mouvement de reconsolidation de la liquidité est très probable, notamment sous l'impulsion des marchés historiques
 - *Néanmoins, et c'est le cas de BATS dans les 2 dernières années aux USA, des offres innovantes peuvent toujours venir bousculer un équilibre post-reconsolidation*
 - Le potentiel de réduction des frais de transactions en Europe est encore important, en particulier sur les services l'exécution qui n'ont pas significativement évolué depuis le 1^{er} novembre
- Les 2 prochaines années, qui promettent d'être extrêmement riches en initiatives, seront cruciales pour la structuration du nouveau paysage européen et donc 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. Parallèlement, MiFID ne facilite pas l'exercice des contrôles sur les opérations de marché dont le renforcement est aujourd'hui une priorité pour bon nombre d'institutions bancaires

- MiFID, principalement du fait de la fragmentation de la liquidité, vient mécaniquement renforcer la complexité des infrastructures et des traitements post-marché
 - Augmentation des appels de marge
 - Multiplication des coûts opérationnels (dont règlement-livraison)
 - Potentiel accroissement des risques opérationnel et systémique
- Si les clearing & settlement agents peuvent jouer un rôle face à cette complexification, la Commission Européenne a prolongé MiFID par un « Code of conduct » visant à accompagner l'intégration des modèles post-marché européens, notamment par l'introduction de la notion d'interopérabilité
- A ce jour l'interopérabilité reste très difficile à appliquer concrètement, mais la concurrence est engagée sur les métiers de compensation (EMCF et EuroCCP) et a déjà généré des réductions tarifaires significatives de la part des chambres historiques
- Dans la lignée du principe de consolidation mis en avant par Target 2 Securities et au vu de l'exemple de DTCC aux Etats-Unis, la problématique d'une plateforme de compensation unique paneuropéenne s'impose comme une des questions centrales des 5 prochaines années
- Enfin, le dispositif réglementaire européen devra sans doute continuer à évoluer pour poursuivre les mutations profondes engagées avec MiFID

- Evolution des marchés européens
 - A quel équilibre de répartition de la liquidité va-t-on aboutir à moyen terme ?
 - Les MTF sont-ils pérennes ?
 - Les Dark Pools ont-ils un avenir en Europe ?
 - La pression sur les marchés historiques va-t-elle s'intensifier ?
 - Les grands groupes bancaires vont-ils jouer un rôle majeur dans l'évolution des marchés ?
 - Les frais d'exécution vont-ils drastiquement baisser ?
 - Quelles sont les prochaines étapes d'uniformisation du dispositif réglementaire européen ?
- Evolution des infrastructures et des traitements post-marché
 - Le risque systémique croît-il avec la fragmentation ?
 - Quel va être le rôle des clearing & settlement agents face à la complexification ?
 - Les CCP historiques vont-ils perdre ou gagner des parts de marché ?
 - Les CCP alternatives sont-elles pérennes ?
 - L'interopérabilité va-t-elle déboucher sur des réalisations concrètes ?
 - Les régulateurs vont-ils harmoniser leurs positionnement vis-à-vis de l'interopérabilité ?
 - Comment Target 2 Securities va-t-il influencer sur la dynamique d'évolution ?
 - Le modèle de CCP unique à l'américaine est-il viable en Europe ?