

Le Post-Marché au cœur des évolutions financières européennes



En partenariat avec



Sommaire

p. 1
Introduction

p. 2
Ouverture
de la conférence

p. 3
La consolidation
des infrastructures
de marché en Europe :
bilan et perspectives

p. 6
L'environnement
européen
du Post-Marché

p. 8
Table ronde

p. 13
Dominique Hoenn

p. 15
Conclusion
de la Conférence

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

Bienvenue à notre conférence sur "le Post-Marché au cœur des évolutions financières européennes". Notre objectif est de faire le point sur la consolidation des infrastructures de marché et son impact sur ces infrastructures et les intermédiaires financiers.

Pour répondre à cet objectif nous avons invité :

- ▶ Jean-François THÉODORE (Directeur général adjoint de NYSE Euronext), qui a bien voulu ouvrir nos travaux ;
- ▶ Alain CLOSIER (Directeur du Métier Titres de la Société Générale) et Michel BOIS (Directeur Général de CACEIS), qui se succéderont pour nous faire partager leurs ressentis (vous n'aurez pas, en effet, une conférence technique mais plutôt les opinions que les grands patrons de métiers vont vous donner sur ces questions cruciales) ;
- ▶ Pierre MONTEILLARD (Associé de Eurogroup), qui animera la table ronde avec :
 - ▶ Roland BELLEGARDE (Directeur général adjoint Cash et Listing de Euronext Paris S.A.)
 - ▶ Christophe HÉMON (Directeur général de LCH Clearent SA)
 - ▶ Joël MÉRÈRE (Executive Director International Policy Affairs de Euroclear S.A. NV)
 - ▶ Alain POCHET (Responsable des opérations bancaires de BNP Paribas Securities Services)
 - ▶ Nicolas de SÈZE (Adjoint au Directeur général des opérations de la Banque de France)
 - ▶ Dominique HOENN (Senior Advisor de BNP Paribas), qui interviendra après la table ronde
 - ▶ Pervenche BERÈS (Présidente de la Commission Économique et Monétaire du Parlement européen), qui viendra conclure nos travaux.



Bonne conférence à tous. ▶



Ouverture de la conférence

par **Jean-François THÉODORE**,
Directeur Général Adjoint,
NYSE Euronext

En introduction de cette conférence, je dirai simplement deux choses.

Tout d'abord, je pense que toute l'œuvre que nous avons développée en commun depuis plus de 20 ans sur la place de Paris et ensuite par extension avec la construction d'Euronext, a été extrêmement positive.

Nous avons certes encore des échéances à venir, notamment celle du "single order book" et d'ESES-RGV. Cette réforme essentielle, dont nous allons voir tout prochainement l'aboutissement, a nécessité une mobilisation de tous les acteurs et notamment de l'AFTI, sous l'impulsion de Marcel Roncin, qui nous a permis notamment de faire aboutir, étape essentielle, la réforme du transfert de propriété. J'espère que nous verrons la livraison d'ESES-RGV comme prévu, à l'automne 2007, pour la France et au printemps 2008, pour la Belgique et les Pays-Bas.

Ce sera le couronnement d'une époque : les procédures de Règlement/Livraison (R/L) seront alors unifiées dans trois pays européens, ce qui est déjà un bon début.

Je souhaite également dire quelques mots de l'ensemble des questions, dont vous allez je pense débattre toute à l'heure, sur l'évolution des métiers du titre et qui sont fondamentales au fonctionnement des places financières.

Sur ces aspects, je n'ai pas d'opinion personnelle fixée mais je me pose trois types de questions.

Premièrement, comment gérer une structure de type "Utilities" et faire face au même

moment à une plus grande concurrence?

Le projet TARGET 2 Securities suscite divers points de vue.

Et de son côté, la Commission européenne semble vouloir transposer sur le métier des titres la structure de type "Public Utilities", comme pour les gestionnaires de travaux d'électricité et de télécommunications.

Mais en même temps, il y a des enjeux de concurrence, comme l'atteste l'annonce récente des initiateurs du projet Turquoise, de désigner DTCC et Citigroup pour leurs opérations de compensation et de R/L.

Deuxièmement, est-ce que la MiFID va engendrer plus ou moins d'opérations Post-Marché et principalement de R/L?

Avec l'internalisation des ordres et, notamment des ordres de détail, les banques vont être en mesure de proposer leur propre solution de R/L et ainsi de supprimer des coûts externes.

Donc c'est moins de R/L globalement mais en même temps plus de R/L car il y aura plus de plateformes à offrir ce type de prestation et donc plus de concurrence possible.

On observe déjà une certaine effervescence en la matière avec par exemple le projet Turquoise, déjà cité, qui a choisi DTCC et Citigroup, au lieu de retenir une banque, et les plateformes suisses qui multiplient les offres de services.

Finalement, le cadre défini par Bruxelles ouvre de nouveaux champs d'intervention pour de nouveaux acteurs et il est donc difficile à ce stade de savoir si l'industrie ira vers plus ou moins de R/L.

On peut également se demander si le monde

de demain sera comparable à celui qui existe aujourd'hui aux États-Unis où les valeurs inscrites sur des marchés réglementés peuvent être négociées sur des plateformes qui se livrent une concurrence frontale (NASDAQ, NYSE, les ICN) et qui publient chaque mois leurs parts de marché respectives?

Ou bien si on va vers une évolution des marchés vers le gré à gré et vers de plus en plus de systèmes d'appariement dans leurs activités?

Voilà aujourd'hui les différentes interrogations que nous pouvons avoir en toute confiance car, depuis quatre ans, les marchés sont porteurs. Je cite les chiffres d'Euronext : le nombre de contrats traités sur nos marchés dérivés est à 20 % par an de taux de croissance, le nombre de négociations sur nos marchés d'actions à + 25 % en 2005, + 36 % en 2006 et + 28-30 % en cumulé, depuis le début de l'année 2007.

Avec de tels chiffres, nous disposons de plus de flexibilité et donc de plus de marge de manœuvre, même si nous prévoyons plus de concurrence.

En conclusion, je souhaite souligner que l'organisation d'une réunion sur ces questions prouve que nous sommes capables de débattre collectivement des évolutions de notre secteur, malgré des opinions parfois diverses.

Je remercie donc l'AFTI et particulièrement Marcel Roncin ainsi que l'ensemble des participants à cette réunion, où nous allons tous beaucoup apprendre et beaucoup gagner à réfléchir ensemble. ▶

La consolidation des infrastructures de marché en Europe : bilan et perspectives

par **Alain CLOSIER**, Directeur du Métier Titres, Société Générale

Je remercie l'AFTI de me donner l'occasion d'exposer la vision de la Société Générale sur la consolidation des infrastructures de marché en Europe. En 2007, la question de savoir si le processus de consolidation est réellement enclenché, mérite d'être posée.



Les initiatives en matière de consolidation des infrastructures au cours des dernières années

Une consolidation à l'initiative des infrastructures de marché encore partielle

Ma première observation est que la consolidation réalisée à l'initiative des infrastructures de marché reste aujourd'hui très partielle. Des réalisations ont été conduites depuis les années 2000 et d'autres n'ont pas abouti. Des fusions sont intervenues à chaque niveau de la chaîne mais toujours à l'initiative de la Négociation et pas du Post-Marché. Ainsi Euronext a entraîné la constitution d'un large pôle de compensation avec

LCH Clearnet, qui regroupe les flux du London Stock Exchange (LSE), d'Euronext et du LIFFE. Il a également provoqué le regroupement de plusieurs dépositaires centraux autour d'Euroclear. Cela a permis d'aboutir à la constitution de pôles régionaux intra-européens.

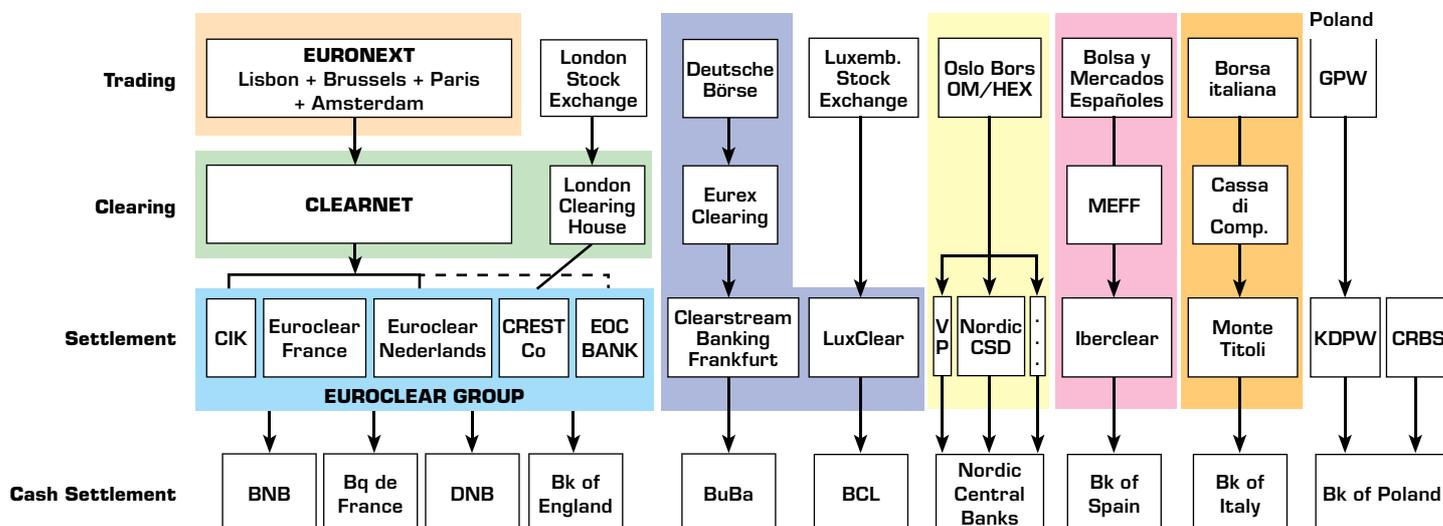
Pour ma part, j'estime que la non-superposition des zones géographiques aux différents niveaux de la chaîne, ajoutée à l'organisation des pôles en silos verticaux et horizontaux, a considérablement complexifié les schémas de restructuration et en a limité la portée. À tel point qu'on peut se demander aujourd'hui si on n'est pas en situation de blocage.

Après ce premier mouvement, de multiples tentatives en Europe n'ont pas abouti :

- ▶ au niveau des bourses : entre la Deutsche Börse, LSE et Euronext
- ▶ au niveau des dépositaires centraux internationaux : entre Euroclear et Clearstream
- ▶ au niveau des CCP : entre les deux principaux acteurs LCH Clearnet et Eurex clearing.

Quel bilan peut-on faire aujourd'hui et quels enseignements en tirer pour l'avenir ?

Ainsi la consolidation des infrastructures en Europe n'a pas véritablement progressé depuis la vague des rapprochements réalisés entre 2000 et 2003. D'autant que les projets de plateformes communes pour le Post-Marché exigent des travaux très importants



La consolidation des infrastructures de marché en Europe : bilan et perspectives

d'harmonisation des règles, des pratiques et des standards.

À l'inverse, des fusions transatlantiques ont eu lieu :

- ▶ l'opération NYSE – Euronext
- ▶ la prise de participation du NASDAQ dans le LSE et sa tentative de rachat de la bourse londonienne.

On peut donc s'interroger sur les conséquences de cette mondialisation sur la physionomie à plus long terme du Post-Marché européen.

En outre, en 2007, alors qu'on sait qu'il n'y a pas de marché sans une régulation organisée et institutionnelle, il n'existe pas de régulateur européen : le CSER (Comité des Régulateurs des Marchés Financiers Européens), créé en 2001, n'a qu'une fonction de coordination des régulateurs nationaux et n'a pas encore le rôle d'un superviseur européen. Aujourd'hui aucune évolution dans ce sens n'est perceptible.

Par ailleurs, on constate, à présent, que le paysage des infrastructures européen reste éclaté.

Il est caractérisé par la juxtaposition d'organisations et de systèmes largement domestiques et cloisonnés que ce soit en Italie, en Espagne ou par exemple en Allemagne. Selon moi, en effet, le silo vertical du marché allemand avec la Deutsche Börse, Eurex clearing et Clearstream explique en partie le blocage de la consolidation en Europe. Cela contraste avec la concentration des conservateurs européens.

Il en résulte le maintien en Europe d'un coût élevé des transactions cross-border par rapport à celui des transactions domestiques.

L'issue peut-elle venir des Institutions européennes dont l'action a pris ces derniers temps une nouvelle ampleur ?

On peut distinguer trois niveaux d'intervention des Institutions dans la consolidation des infrastructures de marché :

▶ Le premier niveau correspond à une stratégie globale en faveur de l'intégration des marchés. Elle a été conduite depuis 1999. Elle ne vise pas directement les infrastructures mais modifie l'environnement réglementaire et favorise la consolidation, notamment à travers le Plan d'Action pour les Services Financiers (PASF). Ce plan est à l'origine de la directive MIF (ou MiFID), adoptée en 2005, qui remplace la DSI de 1993 et qui sera applicable au 1^{er} novembre 2007. Cette directive va bouleverser le paysage des infrastructures de marché et donc celui du Post-Marché.

À cela s'ajoute, le Livre blanc des services financiers (2005-2010) dont l'objet est de poursuivre et renforcer les résultats du PASF dans l'intégration des marchés financiers.

▶ Le deuxième niveau correspond aux actions menées, ces dernières années, sur l'environnement du Post-Marché :

▶ Les travaux engagés pour lever les Barrières Giovannini (barrières techniques, juridiques et fiscales).

▶ Les importantes consultations des marchés sur la compensation et le R/L, menées par la Commission européenne en 2000, 2002 et 2004.

▶ Le troisième niveau correspond aux initiatives concrètes prises depuis 1 an, résolument orientées en direction des infrastructures de marché et de nature à accélérer le processus de consolidation. Ce sont :

▶ le Code de Conduite des infrastructures de marché qui correspond à une auto régulation sous le contrôle de la Commission Européenne en lieu et place d'une directive ;

▶ le projet TARGET 2 Securities (T2S).

Quel bilan peut-on faire de ces initiatives et quels enseignements en tirer pour l'avenir ?

Pour ma part, je considère que l'année 2006 marque un tournant dans la consolidation du Post-Marché en Europe avec des initiatives très concrètes comme le Code de Conduite ou le projet T2S.

On est passé de débats théoriques (une

directive ou non sur le Post-Marché, la recherche d'un modèle d'infrastructure, etc.) à des questions pratiques sur la transparence des prix et des infrastructures, l'interopérabilité, etc.

Par ailleurs, des résultats ont été obtenus sur les Barrières Giovannini. Tout le monde s'accorde sur la nécessité de poursuivre les efforts pour arriver à travailler dans un espace européen unifié.

Concernant le projet T2S, l'horizon de sa réalisation en 2013-2014, ne doit pas nous faire oublier la période intermédiaire qui s'ouvre.

Nous devons donc nous demander comment sera le paysage des infrastructures de marché en 2013-2014 ? Assistera-t-on à un mouvement de consolidation des CSD pendant cette période intermédiaire ? Ou bien à l'inverse, la MiFID aura-t-elle entraîné une fragmentation de la liquidité avec des conséquences importantes sur le Post-Marché ? Aujourd'hui, nous sommes à la croisée des chemins. La question centrale est de savoir si la consolidation peut se poursuivre ou si elle est bloquée ?

Quelles sont les perspectives ? À quoi pourrait ressembler l'Europe des infrastructures de marché à horizon de 5 à 7 ans ?

Aujourd'hui, les évolutions déjà engagées, telles que la MiFID, le Business Model d'Euroclear et le projet T2S, vont modifier radicalement le paysage des infrastructures de marchés durant les prochaines années. D'autres initiatives seront prises durant les 5 ou 7 prochaines années mais nous ne pouvons prévoir dans quel sens elles s'orienteront.

En effet, qui aurait imaginé que la Banque Centrale Européenne (BCE) serait à l'origine du projet T2S, là même où seules les infrastructures de marché gardaient l'initiative ?

Qui aurait parié sur la mise en œuvre d'un système d'auto régulation à la place d'une directive ?

Qui aurait pu penser, lors de nos discussions, il y a 6-8 ans, que notre industrie serait encore autant fragmentée ?

Donc pour évoquer le futur, j'ai choisi de décrire deux scénarios extrêmes :

- ▶ un sur une consolidation européenne harmonieuse
- ▶ un sur une fragmentation conflictuelle.

Scénario de consolidation harmonieuse

Selon moi, ce serait, à partir de 2007, aller vers la création d'un marché financier domestique européen avec un cadre réglementaire harmonieux et un régulateur européen. Cet environnement idéal favoriserait la croissance et la compétitivité des marchés financiers en Europe grâce à une forte augmentation des négociations cross-border, résultat sensible d'une baisse des coûts de ces opérations.

Pour que cela se réalise, il faut une coopération étroite et efficace entre les acteurs privés et publics.

Aujourd'hui plusieurs sujets sont en discussion :

- ▶ le Code de Conduite
- ▶ les Barrières Giovannini
- ▶ le projet T2S

En se projetant, en 2013 et en partant du principe que T2S est une réussite technique et économique, cela signifie que les CSD européens, y compris les CSD de la zone Euronext, auront adhéré au projet.

On aura donc en 2013-2014 une véritable consolidation du R/L et dans un deuxième temps, une consolidation des CSD.

En revanche du côté du marché allemand, cela sous-entend qu'il y aura eu une séparation entre les différents constituants du silo (Deutsche Börse, Eurex clearing et Clearstream) qui aura permis de rompre son isolement et de favoriser de nouvelles consolidations entre pôles régionaux.

Ainsi on ne limiterait pas notre objectif de consolidation qu'à une petite partie de l'Europe.

Cependant, nous savons que le projet T2S comme la fin du silo allemand sont loin d'être acquis.

Scénario de fragmentation

Les facteurs de fragmentation sont multiples si on regarde aujourd'hui les évolutions profondes des marchés :

- ▶ le rapprochement des bourses sur un axe transatlantique
- ▶ l'entrée en vigueur en novembre 2007 de la MiFID
- ▶ les divergences de stratégie entre certains des acteurs majeurs.

Aujourd'hui avec des fusions telles que NYSE – Euronext ou le rachat de l'ISE par la Deutsche Börse, le périmètre européen de consolidation n'est plus le plus pertinent.

Quant à la MiFID, elle est à l'origine de l'émergence de plateformes alternatives telles que CHI-X ou Turquoise et donc à l'origine du bouleversement du paysage des marchés financiers européens.

Ces plateformes alternatives entraîneront la création de nouvelles solutions de Post-Marché dédiées à la compensation et au R/L, fournies par des établissements privés.

Dès lors de telles initiatives pourraient être à l'origine de l'apparition de nouveaux silos intégrés, concurrents des infrastructures traditionnelles. Tout cela provoquant la complexification du Post-Marché et limitant les bénéfices d'initiatives telles que le Code de Conduite ou le projet T2S.

À l'issue d'affrontements longs et coûteux,

les CSD seraient en effet divisés en deux groupes : ceux qui adhèrent à T2S et ceux qui rejoignent une autre plateforme, par exemple Euroclear.

La dualité de plateforme de R/L en Europe serait tout à fait envisageable. Cependant cela pèserait sur le coût déjà élevé de nos opérations cross-border. Le tout impactant in fine les investisseurs et se traduisant par la baisse des volumes de négociation de la zone européenne au profit des États-Unis, de l'Asie et des marchés alternatifs dont les prix seraient plus compétitifs.

Conclusion

La réalité se situera certainement entre un scénario de consolidation et un scénario de fragmentation. Il convient de s'attacher à favoriser le premier et atténuer les effets du second sur la construction d'une Europe du Post-Marché.

Il faut donc privilégier une stratégie de coopération et éviter les affrontements.

Les investisseurs et les intermédiaires ne doivent pas adopter une stratégie de neutralité mais s'organiser afin de renforcer leur influence.

Par ailleurs, l'implication des institutions européennes reste un gage de cohérence, même si elle ne sera probablement pas suffisante. ▶





L'environnement européen du Post-Marché

par **Michel BOIS**,
directeur général de CACEIS

Comme Jean-François et Alain, je remercie Marcel Roncin et l'AFTI d'avoir organisé cette réunion qui témoigne de la vitalité et de la richesse de la place parisienne.

À Paris, on parle bien mais il se passe beaucoup de choses à Bruxelles et ailleurs. Il nous faut donc faire attention à agir également ailleurs et notamment à Bruxelles.

Comme Alain, je vais bien me garder de faire des prévisions.

Tout cela semble bien compliqué **Un secteur en profonde mutation**

La réduction du nombre des acteurs **Un mouvement général de consolidation et de concentration**

En France, les conservateurs institutionnels se réduisent en nombre, il en reste trois grands. En Europe, tous les jours, il y a des opérations de ventes, des restructurations de banque, des partenariats qui évoluent vers des ventes ou des ruptures. Il y a une réduction du nombre des acteurs.

Ainsi les conservateurs diminuent en nombre mais ce n'est pas le cas des infrastructures. Les dernières opérations importantes impliquant les infrastructures de Post-Marché sont LCH Clearnet et Euroclear-CREST, qui datent de plusieurs années.

Des évolutions structurantes

La démutualisation des infrastructures

Des infrastructures ont été achetées par des entités privées (SICOVAM / SA a été racheté par le Groupe Euroclear). Il y a 10 ans, cela n'aurait pas été envisageable.

Les infrastructures sont traditionnellement "user governed" mais on a désormais l'impression que la notion de "user governance" est parfois plus un outil de marketing ou une pétition de principe qu'une réalité.

On a même l'impression que les deux faits : l'évolution vers le secteur concurrentiel et l'affaiblissement de la user governance, sont liés...

L'internalisation des acteurs et des portefeuilles

Il est inutile d'insister sur ce point bien connu de tous.

Un troisième élément accompagne, structure, suit et précède les évolutions du secteur :

Une attention soutenue de la part des législateurs et des régulateurs

Cette attention est, pour ne reprendre que les principaux éléments, extrêmement soutenue : PASF, le Rapport Andria, les Barrières Giovannini, les Standards, le Code de Conduite et peut-être une directive.

Mais de quoi parle-t-on quand on évoque le Post-Marché Titres ?

Une activité mal identifiée mais bien réelle et en développement.

Un métier de support à l'ensemble des activités bancaires; mais qui peut estimer en avoir une vue globale ?

Les parties prenantes dans nos métiers sont extrêmement nombreuses. Citons le lien entre le cash et le titre, lien opérationnel mais lien lié aussi à l'échange de liquidité. Je citerai les Brokers, les Asset Managers, les Investisseurs Institutionnels, les Autorités Réglementaires, les Banquiers Centraux...

Ainsi les liens de nos métiers avec le reste de la sphère financière sont extrêmement divers et riches.

Une médiatisation parfois forte

Il y a quelques années personne ne parlait du Post-Marché. Ce n'est plus le cas aujourd'hui.

On en parle cependant souvent de manière opportuniste.

Par exemple, on parle de "silo" mais est-ce qu'on sait bien ce qu'est un silo? Personnellement, je ne pense pas que les silos soient aussi négatifs qu'on a pu le dire. Est-ce qu'on a vraiment poussé la réflexion sur la notion de silo? Je ne le crois pas.

La Directive : il y a eu une effervescence considérable autour du projet d'une directive sur le Post-Marché. Celui-ci n'a pas vu le jour.

La baisse des prix : quels sont les prix dans nos métiers? Ceux que payent les clients finaux? Ceux que payent les agents? Les prix du R/L, les prix globaux, les prix induits, les prix explicites?

Il est fait état d'une baisse des prix, on affiche le coût du R/L qui baisse. Mais la baisse des prix est beaucoup plus compliquée que cela. La baisse des prix est un aspect important mais n'est qu'un des aspects d'une recomposition du paysage.

Au total, la médiatisation est importante mais assez biaisée et souvent opportuniste. Le Post-Marché concerne des prestations obligatoires qui s'adressent à tous mais que certains clients ne veulent pas connaître. Reconnaissons que de nombreux clients souhaitent passer leurs ordres mais ne pas savoir ce qui se passe "après". Ils ne veulent pas connaître explicitement le métier du Post-Marché.

En même temps, le Post-Marché recouvre des prestations qui se complexifient et s'enrichissent, et implique des clients qui demandent à leur prestataire d'être un partenaire. Effectivement, certains clients, au contraire de la catégorie précitée, considèrent leur prestataire Post-Marché comme un partenaire avec lequel ils veulent se développer : par exemple, tous les grands conservateurs institutionnels mondiaux, sans exception, ont aujourd'hui une offre d'asset servicing sur les dérivés OTC.

Le Post-Marché est un métier industriel

Nous sommes réunis pour évoquer le futur d'une vraie industrie. Il se trouve que, dans ce domaine, la France compte trois grands acteurs industriels dans ces métiers. Ce fait mérite d'être rappelé et apprécié.

Des enjeux peu apparents mais significatifs

Un RBE sectoriel modeste

Il s'agit, en effet, d'une activité à faible marge. Le RBE est donc très faible par rapport à d'autres activités de nos grandes banques. En revanche, les budgets d'investissement et de fonctionnement sont très importants. Par ailleurs, dans nos établissements, les infrastructures et les conservateurs retail et institutionnel, on compte des effectifs importants, à renouveler et à former parce que le métier évolue.

Des fusions, des regroupements, etc.

Il s'agit d'un autre enjeu, peu apparent, qui coûte très cher.

On veut croire qu'on va faire des économies mais avant de faire des économies d'échelle, il faut dépenser, faire des investissements pour modifier les systèmes, les organisations, assurer les migrations.

Donc les fusions et les regroupements qui sont devant nous vont coûter très cher et pendant plusieurs années.

S'accumulent donc, de manière plus ou moins cachée, des coûts futurs significatifs.

Des réalisations concrètes limitées

Je ne rappellerai pas la prolifération de rapports, de textes et d'initiatives d'origines multiples.

Nous sommes également témoins d'actions de lobbying puissantes (les Français ont beaucoup appris : il y a beaucoup de choses qui se passent à Bruxelles).

Et pourtant, fait encore défaut, à ce jour, un vrai cadre européen.

La formalisation des quatre piliers (T2S, le Code de Conduite, les Standards, les Barrières Giovannini) est très récente.

Nous bénéficions pourtant d'une monnaie commune, d'une information qui circule très rapidement et d'architectures ouvertes. Mais tout cela avec des back-offices séparés pour les différents pays et les titres des différents pays.

Les coûts de fonctionnement restent donc très élevés.

Je dirai donc que, au final, on a beaucoup parlé et travaillé mais que, concrètement, il ne s'est pas passé grand-chose.

Les enjeux sont pourtant clairs et concrets

Conservateurs et Union européenne : des objectifs communs

La création d'un marché européen

J'ai été frappé par la qualité, l'efficacité et l'importance de la mobilisation autour du projet T2S.

Les consultations menées par la BCE ont été capables de réunir en quelques semaines 100 puis 150 personnes, parmi les décideurs européens de ces métiers, pour prendre connaissance du document, travailler, échanger de manière à mettre sur pied la base de ce qui pourrait être le système européen à venir, similaire à ce qui se fait déjà dans de nombreux pays.

Certes, il y a eu des avancées. ESES RGV est une réussite. Il a permis de rendre nationales des opérations qui, jusqu'à présent, étaient des opérations internationales, non domestiques. C'est donc une très bonne première étape. Cependant, ne nous y trompons pas : ce dernier projet, qui a coûté cher, et nous a mobilisés sur plusieurs années, concerne la France, les Pays-Bas et la Belgique. Sa réalisation sera effective à la fin de cette année.

Mais les titres en Europe, c'est la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. On n'a pas traité, à ce jour, ce noyau incontournable. Personnellement, je ne crois pas qu'on y arrivera avec la méthode suivie et ses contraintes.

La réduction des coûts d'intermédiation

Elle passe par :

- ▶ un processus continu d'optimisation (des processus automatisés, standardisés, du haut jusqu'au bas de la chaîne) ;
- ▶ la mise en place d'une concurrence saine avec ce qu'elle apporte :
 - ▶ l'élévation de la qualité
 - ▶ la baisse des prix
 - ▶ l'innovation

- ▶ l'harmonisation des pratiques entre les pays et les systèmes
- ▶ des processus sécurisés (dans nos métiers, les erreurs coûtent très cher).

Il me semble que sur ces quelques idées, il y a accord entre les acteurs au niveau de l'Union européenne et les grands conservateurs.

Les points d'attention des conservateurs

Les conditions de la concurrence

Il est essentiel de prêter attention aux conditions de la concurrence entre les acteurs et entre les places financières.

Les infrastructures peuvent-elles être en situation de fausser la concurrence ou pas ? C'est un point clé.

Entre les places financières, ne nous trompons pas d'enjeu. Il n'est pas exagéré de dire que nous sommes dans une guerre économique. Il s'agit de protéger notre territoire voire d'aller sur d'autres territoires.

Il ne faut donc pas être dans des situations de faiblesse par rapport à nos concurrents. Pour cela une organisation solide et lisible représente un atout.

La maîtrise du risque systémique et l'efficacité

Les grands conservateurs sont très conservateurs. Ils redoutent les erreurs et préfèrent bien fonctionner avec ce qu'ils utilisaient la veille.

Heureusement, l'acquis est important : les systèmes d'informations, procédures, méthodes sont très fiables et fonctionnent pour de très gros volumes avec très peu d'erreurs. Il nous faut donc capitaliser à partir de notre expérience.

Les conditions du succès d'un modèle gagnant

S'appuyer sur des infrastructures incontestées car incontestables

Clarifier le rôle des acteurs

Je ne vais pas revenir sur les limites de l'approche fonctionnelle mais, jusqu'à ce jour, les banques et les infrastructures sont de natures différentes.

Identifier et gérer les situations de monopole ou de distorsion de concurrence

Il faut appliquer le Code de Conduite des infrastructures et si cela ne marche pas, il faudra certainement envisager, à nouveau, le projet d'une directive.

Privilégier les solutions "user governed"

Cela pour délivrer les services que demandent les utilisateurs, aux meilleures conditions tarifaires et de qualité.

Favoriser l'émergence d'infrastructures européennes

Comme je l'ai dit tout à l'heure, il n'y a pas eu de concentration des infrastructures à la différence de ce qui s'est passé pour les acteurs.

Donnons la priorité aux options génératrices de visibilité à long terme

Il faut donner de la visibilité car, dans nos métiers, nous avons besoin d'investir sur de gros projets, pluriannuels. Il est essentiel de pouvoir absorber les coûts d'adaptation et anticiper les étapes ultérieures.

Accompagnons les besoins et les demandes des utilisateurs

Le Projet T2S me semble être un très bon projet. Il bénéficie du soutien de la communauté des utilisateurs.

En conclusion : pour ma part, je ne suis pas sûr que l'on pourra éviter les stratégies d'affrontements.

Je crois que nous en sommes à un stade où nous devons poser fermement un certain nombre de principes.

D'une certaine manière, nous sommes à la croisée des chemins : pourrions-nous résister aux forces du marché, pour privilégier des solutions à long terme?

Je pense que cela est nécessaire et que cela ne se fera pas toujours sans conflit. ▶



Pierre MONTEILLARD

Je vous propose d'animer cette table ronde en deux temps : tout d'abord nous allons aborder les effets des mouvements de marchés sur le Post-Marché et nous débattons ensuite des initiatives du Post-Marché.

Les effets des mouvements de marchés sur le Post-Marché

Roland Bellegarde, les introductions qui ont été faites montrent qu'il y a beaucoup de mouvements au niveau du trading comme par exemple la fusion NYSE – Euronext. Alors justement, quels vont être les effets de cette fusion sur le Post-Marché?



Roland BELLEGARDE

Le rapprochement des deux marchés sera d'abord de nature technologique, c'est-à-dire qu'on va essayer de partager une plateforme de négociation.

Au niveau du trading pur, c'est à nous d'opérer le rapprochement mais au niveau du Post-

Marché, nous allons devoir travailler avec des infrastructures de marché pour essayer de faciliter les négociations croisées.

Nous attendons de la fusion des volumes d'ordres croisés des États-Unis sur les valeurs européennes et inversement.

Donc la première étape pour Euronext est d'obtenir l'unification des plateformes pour avoir des synergies de groupe et ensuite donner un accès croisé. Cet accès croisé nécessitera alors de mettre en place des solutions concomitantes pour compenser et régler-livrer les transactions, sachant que pour la partie Post-Marché, il s'agit plutôt d'une demande d'aide que d'un apport.

Pierre MONTEILLARD

Christophe Hémon, en tant que représentant du siège LCH Clearnet, quels sont, selon vous, les impacts de la fusion de NYSE – Euronext et de la MiFID sur les CCP dont LCH Clearnet?

Table ronde : Les défis de l'architecture ouverte

Animée par **Pierre MONTEILLARD**, Associé, Eurogroup

Roland BELLEGARDE, Directeur Général Adjoint, Cash et Listing, Euronext Paris S.A.

Christophe HÉMON, Directeur Général, LCH Clearnet SA

Joël MÉRÈRE, Executive Director International Policy Affairs, Euroclear S.A. NV

Alain POCHE, Responsable des Opérations Bancaires,
BNP Paribas Securities Services

Nicolas de SÈZE, Adjoint au Directeur Général
des Opérations, Banque de France



Christophe HÉMON

En matière de compensation, nous craignons un peu que DTCC et EuroCC deviennent nos concurrents.

Pour LCH Clearnet, la MiFID a pour conséquence le changement total du paysage avec l'introduction d'une concurrence accrue, voulue, par exemple, par les banques d'investissements qui ont créé Turquoise. Ainsi un des objectifs futurs de DTCC et EuroCC sera de venir attaquer le marché de la zone Euronext.

Cela entraînera également le bouleversement des relations avec les fournisseurs et les clients, qui deviendront aussi des concurrents. La MiFID incite des fournisseurs comme Euronext (qui sont nos apporteurs d'affaires) à créer des offres d'internalisation d'ordres. Ce qui doit nous inviter à réfléchir au type de services que l'on pourrait apporter par exemple en terme de garantie sur les internalisations mais aussi à être vigilants sur la concurrence pour qu'elle s'exerce dans l'esprit défini par la MiFID.

Roland BELLEGARDE

Je souhaite revenir sur un point. Selon moi cette concurrence accrue est liée à la consolidation des acteurs.

Il faut donc effectivement faire attention à ce phénomène et mettre en place un cadre réglementaire qui permette à chacun de jouer le jeu de la concurrence.

Autrement dit, il faut que la concurrence soit ouverte à tous et dans des conditions normales.

Pierre MONTEILLARD

Joël Mérére, quels sont selon vous les effets de la fusion de NYSE – Euronext et de la MiFID sur Euroclear et les perspectives d'évolution ou de coopération envisageables avec DTCC et le monde américain ?



Joël MÉRÈRE

Juste un commentaire introductif très rapide pour être tout à fait en accord avec ce qui vient d'être dit par Roland Bellegarde et Christophe Hémon : le paysage est en train de changer de façon considérable et on peut être sûr d'une chose, les frontières sont en train de bouger. Elles bougent non seulement entre les infrastructures et les clients mais aussi entre les infrastructures elles-mêmes.

Pour revenir à votre question sur le rapprochement de Nyse et Euronext, il est évident que nous le regardons avec intérêt. La

question est de savoir comment l'offre de service Euroclear pourrait évoluer dans ce contexte nouveau. Il est difficile aujourd'hui de donner des éléments précis à ce sujet. En revanche, quelques tendances potentielles peuvent être identifiées.

Je pars de l'hypothèse que, au moins dans un premier temps, les carnets d'ordre vont rester séparés.

Dès lors, ce que Euroclear peut d'abord attendre du rapprochement NYSE – Euronext est un accroissement des volumes sur Euronext. Ce qui est positif pour Euronext comme pour nous.

Si un dual listing devait se mettre en place pour certaines des valeurs actuellement cotées sur l'un ou l'autre des deux marchés, alors nous devrions réfléchir à la mise en place d'une collaboration avec DTCC : gestion du R/L sur titres américains en Europe et sur titres européens en DTCC.

Enfin, une autre question pourrait se poser concernant la possibilité, à moyen ou long terme, pour des participants DTCC d'avoir un accès direct aux systèmes européens et inversement.

Concernant la MiFID, deux effets opposés peuvent être considérés :

- ▶ L'internalisation, qui provoquera la baisse des volumes,
- ▶ La concurrence, qui aura pour conséquence l'augmentation des volumes.

J'aimerais d'ailleurs avoir la réaction des uns et des autres sur un autre point.

Aujourd'hui dans le monde d'Euroclear, ce qu'on observe en regardant ses différentes composantes, ce sont des évolutions assez contrastées entre CREST, d'une part, et les CSD continentaux, d'autre part. Il semble en effet que du côté anglais un développement extrêmement rapide vers le "black box trading" ou l'algorithmic trading soit en cours, ce qui se traduit par un accroissement spectaculaire des volumes traités. L'Europe continentale, semble avoir des marges de progression importantes dans ce domaine : est-ce votre impression ?

Enfin s'agissant de Turquoise ce qui est d'abord intéressant, c'est qu'on voit arriver de nouveaux acteurs. Mais cela amène en même temps à se poser quelques questions. Ainsi, Turquoise ne peut-il pas donner plus

Table ronde

d'arguments à une réglementation dite "fonctionnelle" ? Je pose cette question qui peut à mon avis faire l'objet d'un débat. Ensuite le schéma présenté pour le R/L fait apparaître une banque dont le rôle devrait être d'orienter les flux vers les CSD, ce qui serait a priori un schéma classique. Mais si l'on veut que cette banque ne rajoute pas une couche de coûts entre la chambre de compensation et les CSD alors il faut envisager que cette banque essaiera d'internaliser au maximum le R/L.

Pierre MONTEILLARD

Alain Pochet, quels sont les effets de la fusion de NYSE – Euronext et de la MiFID en termes d'opportunités ou de menaces pour les banques ?



Alain POCHET

Les nouvelles initiatives en matière de Trading, qu'elles soient liées à des événements capitalistiques tels NYSE Euronext, ou aux effets de la MiFID, ne sont pas des menaces mais des éléments de complexification pour les activités Post-Marché.

D'une situation il y a quelques années où pour un titre ou un marché donné, trading/clearing et Règlement/Livraison étaient entièrement imbriqués, nous allons progressivement vers une situation où un même titre pourra être négocié sur plusieurs plateformes puis compensé et livré selon les choix du donneur d'ordre (interopérabilité).

Les acteurs du Post-Marché ont une tâche précise : donner à leur client la possibilité d'accéder à toute plateforme agréée et assurer le bon déroulement des opérations induites. Ceci implique un suivi et une adaptation continue aux nouveaux acteurs de négociation et de compensation, d'autant que la rationalisation des infrastructures de Post-Marché prend du temps. Le projet ESES débuté il y a 7 ans sera totalement opérationnel en mai 2008 ; quant à l'intégration LCH

Cleynet, celle-ci est loin d'être achevée tant pour les actions que pour les dérivés.

Quoi qu'il en soit, il y a fort à parier que les nombreuses initiatives en matière de trading auxquelles les acteurs du Post-Marché devront s'adapter dès les prochains mois aboutiront à terme à une rationalisation autour d'un oligopole de 4 à 5 plateformes majeures en Europe.

Pierre MONTEILLARD

Est-ce qu'on peut à présent aborder le sujet de l'interopérabilité ?

Christophe HÉMON

C'est un sujet que nous pratiquons déjà chez LCH Cleynet avec X-Clear, Euroclear-CREST et le London Stock Exchange.

L'objectif à l'origine était la baisse des coûts. Cependant, on s'est rapidement aperçu que cela posait un certain nombre de problèmes notamment juridiques. On devait revoir les clearings agreements, par exemple celui en place entre LCH Cleynet et le LSE et X-Clear, qui devait en créer un autre.

Mais aujourd'hui ce qui pose surtout problème c'est le lien entre deux chambres de compensation. Par exemple : un établissement peut très bien choisir X-Clear pour compenser ses opérations sur le marché anglais. Un autre peut choisir LCH Cleynet Limited. Il y aura bien évidemment des opérations à dénouer entre les deux chambres de compensation. Cela fera le bonheur d'Euroclear-CREST puisque cela augmentera les opérations de R/L sur le marché.

Cependant, pour l'utilisateur final, qui au départ va se laisser séduire par un marketing agressif en matière de coûts de compensation, il faudra gérer deux dépôts de collatéral, deux flux de R/L avec en plus un coût de mise en œuvre non négligeable et une période de tests indispensable.

Autrement dit, l'interopérabilité est un sujet en apparence séduisant, à l'intérieur du Code de Conduite. Mais nous, aujourd'hui, nous préférierions avoir une directive. Cela permettrait de mettre tous les acteurs de la compensation sur un même pied d'égalité tant sur un plan réglementaire qu'opérationnel, que sur un certain nombre d'aspects politiques, tarifaires ou autres.

Enfin, pour terminer sur l'interopérabilité, cela reste le modèle le plus simple pour la partie cash equity. En revanche, pas pour les dérivés.

Pierre MONTEILLARD

Pour conclure ce premier point sur les effets de mouvements de marché sur le Post-Marché, comment voyez-vous l'évolution du nombre d'infrastructures de compensation et des prix ?

Christophe HÉMON

Des travaux sont menés pour harmoniser les coûts sur la zone Euronext et, dans ce cadre, LCH Cleynet va vers une nouvelle baisse des coûts de compensation, depuis celle qui a eu lieu en début d'année. Concernant l'évolution du nombre de chambres de compensation, je répondrai par une question :

- ▶ quel type de chambre de compensation ? Nous identifions aujourd'hui trois tendances :
- ▶ soit la tentation d'aller vers des Global Clearing Members, capables de proposer des solutions plus légères de compensation. Ce qui nous met dans une situation de concurrence désagréable car nous n'avons pas la possibilité de lutter à armes égales ;
- ▶ soit d'aller vers une seule chambre de compensation spécialisée par produit, moyen d'arriver aux économies d'échelles recherchées ;
- ▶ soit vers la multiplication des chambres de compensation, tendance la plus forte.

Un constat : aujourd'hui la concurrence s'accroît et LCH Cleynet risque de voir ses clients devenir ses plus gros concurrents.

Pierre MONTEILLARD

Nous allons aborder le deuxième sujet de cette table ronde, les initiatives du Post-Marché. Où en est le projet T2S et quelles sont les questions structurantes qui se posent aujourd'hui ?

Les initiatives du Post-Marché

Nicolas DE SÈZE

Pour remettre brièvement les choses en perspective, je rappellerai que l'initiative TARGET 2 Securities remonte à juillet 2006. Elle a été lancée par l'Eurosystème avec prudence ("explore the possibility") mais détermina-



tion et dans un souci de très forte interactivité avec le marché et de transparence totale en temps réel (ce qui a parfois surpris et a même pu être source de malentendus).

Il y a eu une phase de préconsultation avec le marché jusqu'en janvier 2007 et, en parallèle, une phase active d'échanges de points de vue avec les autorités "politiques" (le Parlement, la Commission, l'ECOFIN).

Le 8 mars 2007, le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale a publié un communiqué indiquant qu'au vu de l'étude de faisabilité (rendue immédiatement publique, toujours dans un souci de transparence), il avait conclu que le projet T2S était "faisable" et décidé de lancer l'étape suivante du projet, c'est-à-dire la définition des "users requirements" dans le cadre d'une consultation publique, étant précisé que la décision finale de réalisation du projet n'interviendrait qu'à l'issue de cette consultation, c'est-à-dire au premier trimestre 2008.

Le communiqué précisait que si T2S était réalisé, il le serait sur la plateforme TARGET 2 afin de tirer pleinement parti des synergies et que quatre banques centrales (la Banque de France, la Banque d'Italie, la Bundesbank et la Banque d'Espagne : les "3CB plus") étaient prêtes à développer et gérer T2S. D'autre part, le communiqué soulignait que l'Euro-système "s'attend à ce que les CSDs suivent les intérêts exprimés par leurs utilisateurs lorsqu'ils prendront leur décision d'adhérer ou non à T2S".

Également dans le communiqué du 8 mars 2007, le Conseil des gouverneurs a annoncé sa décision de réexaminer les procédures actuelles de l'Euro-système en matière de mobilisation des garanties et de développer parallèlement à T2S une plateforme unique à cet effet (projet CCBM2).

Le 26 avril 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a publié les documents destinés à lancer la collecte des "users requirements",

à la fois sur T2S et sur CCBM2.

La mise en place des différents groupes de travail pour cette phase de définition des besoins est en cours : le Nomination Committee (dont fait partie Joël MÉRÈRE, en qualité de président de l'ECSDA) se réunit le 14 mai 2005. Il doit arrêter les noms des participants, d'une part à l'Advisory Group et d'autre part aux six Groupes Techniques. L'Advisory Group tiendra pour sa part sa première réunion le 22 mai.

Pendant cette période de consultation, nous souhaitons obtenir des réponses de la part des diverses parties prenantes, les CSD et aussi les "users" (les banques mais également les autres "market participants" tels que les chambres de compensation).

Notre souhait aujourd'hui est que ces travaux, ainsi que les décisions stratégiques qui les suivront, se déroulent dans le meilleur consensus possible.

Pierre MONTEILLARD

Joël MÉRÈRE, comment le projet T2S s'articule-t-il avec Euroclear?

Joël MÉRÈRE

Tout d'abord, je souhaite apporter une précision : Euroclear n'est pas opposé au projet T2S.

Euroclear a simplement posé un certain nombre de questions sur lesquelles il attend d'avoir des réponses pour prendre une décision. Donc, aujourd'hui, du point de vue d'Euroclear, toutes les options restent ouvertes.

Nous allons entrer dans une phase de consultation, de travail, à laquelle nous allons prendre part (Euroclear participera aux groupes techniques, les représentants ont été désignés). Nous entrons donc pleinement dans ce processus de même que nos collègues CSD. Concernant nos propres projets : ESES va se faire et il y a effectivement, en cours, une discussion compliquée (je ne souhaite pas rentrer dans les détails) sur ce qui va se passer dans la période dite "intermédiaire" : si Euroclear participe à T2S, on peut, en effet, se demander ce qui va se produire pendant la période intermédiaire qui ira du démarrage d'ESES au début de T2S, prévu en 2013-2014 (date qui reste à affiner). Il y aura donc bien une période intermédiaire

à gérer de la façon la plus raisonnable pour tout le monde.

Que T2S se fasse ou non, cela aura eu cependant le mérite d'ouvrir une boîte de Pandore, qui ne se refermera pas aussi facilement, et qui entraînera nécessairement des changements. T2S a eu l'avantage d'ouvrir un débat. T2S amène, en effet, un certain nombre de CSD à réfléchir à leur avenir, pas seulement sous l'angle de fusions ou de rachats mais selon d'autres schémas, par exemple des partages de plateformes.

Par ailleurs, même si T2S devait se faire, il ne couvre que la partie R/L et il reste un élément extrêmement important, le custody. Cela va amener certains CSD à s'interroger sur le devenir de leur activité, dès lors qu'ils ne leur resteraient plus que cette partie.

Donc nous sommes à la veille de bouleversements importants bien que T2S ne se réalisera pas en quelques mois, comme le montrent les travaux menés sur les Barrières Giovannini. En effet, sur ce dernier point, si des standards ont déjà été définis, de façon très coordonnée, entre les banques et les infrastructures, nous savons que leur mise en œuvre prendra du temps car cela suppose des réformes (y compris au plan légal et réglementaire), des changements dans les back-offices et dans les infrastructures.

Pierre MONTEILLARD

Alain Pochet, qu'attendez-vous de T2S et des diverses initiatives exposées? Quelle est la position des banques européennes par rapport à ces évolutions?

Alain POCHE

Target 2 Securities est pour le monde des Titres, la seule initiative pouvant aboutir à une solution de Règlement/Livraison globale et européenne. L'Euro-système a fait un travail remarquable pour amener les acteurs incontournables à œuvrer dans une même direction. Les autres mouvements de concentration restent limités, en particulier autour d'Euroclear et des marchés Euronext (ESES), mais comment imaginer livrer une solution européenne à 12 ou 15 marchés alors qu'il aura fallu près de 7 ans pour consolider le Règlement/Livraison de 3 des 4 marchés Euronext (le Portugal n'étant pas inclus dans ESES)?

Table ronde

En outre, résoudre le problème de la ségrégation du Règlement/Livraison européen par des solutions capitalistiques (rachat de CSD) coûterait in fine infiniment plus cher que les synergies attendues. La seule solution possible est donc de matière régalienne et européenne.

Paradoxalement, je pense que les principaux acteurs européens, aujourd'hui, maîtrisent parfaitement les enjeux et ont une vision assez claire de ce qui doit être livré à l'Europe au cours des prochaines années, et en particulier, une CCP et un organisme de Règlement/Livraison européen. Il y a cependant urgence à s'engager dans cette voie pour éviter que de nouvelles initiatives privées ne continuent à cultiver la fragmentation européenne.

Christophe HÉMON

Pour répondre à Alain, en matière d'harmonisation et de standardisation, nous avons essayé sur la partie cash equity.

Seulement contrairement au modèle Euronext, le LSE a été notre plus gros obstacle sur le projet : il incitait les "users" à changer d'avis d'un jour à l'autre et à multiplier les demandes. Du coup le projet a atteint des coûts considérables pour aboutir à la conclusion finale des "users" : "l'harmonisation, c'est pas mal, alors pourquoi on n'harmoniserait pas la zone continentale sur la zone anglaise ?"

Le projet n'est pas arrêté pour autant mais nous essayons d'étudier d'autres marchés. Il faut cependant souligner que tout cela prend du temps et qu'aujourd'hui les règles ont changé : là où les utilisateurs acceptaient la mise en place d'un système comme C21, dans un pays, avec les coûts et les efforts que cela impliquait, les mêmes utilisateurs nous demandent d'abord les bénéfices et ensuite s'intéressent à la mise en œuvre.

Pierre MONTEILLARD

Je reviens sur un point que vous avez évoqué, Nicolas de Sèze, le CCBM2. Finalement, on a beaucoup parlé industriel mais en matière de gestion de collatéral quelles sont les évolutions auxquelles les professionnels doivent s'attendre dans le Post-Marché et les liens avec les collatéraux ?

Nicolas de SÈZE

S'agissant de la collatéralisation des opérations de l'Eurosystème, nous attendons avec intérêt le feed-back du marché à la consultation que nous venons de lancer sur CCBM2, parallèlement à la consultation sur T2S.

Dans une vision de long terme, T2, T2S et CCBM2 constituent en quelque sorte un "trijumvirat" visant à offrir aux participants du marché l'accès, via une "single interface", aux services de l'Eurosystème (cash/titres/collateral management).

Actuellement, CCBM est un système décentralisé et assez hétérogène qui avait été conçu à l'origine comme une solution transitoire en attendant que le relais soit pris par le marché. Comme cela n'a pas été le cas, l'Eurosystème envisage, avec CCBM2, le développement d'une plateforme technique unique avec des procédures unifiées, pour la collatéralisation de "ses" opérations (politique monétaire et fourniture de liquidité intrajournalière).

En revanche, si votre question vise, dans une perspective plus large, la collatéralisation des opérations de marché, la réponse se situe plutôt du côté de T2S, qui devrait contribuer à en accroître l'efficacité.

Joël MÉRÈRE

Je profite de l'absence de questions du public pour rebondir sur CCBM2 et CCBM en général. Il est vrai que CCBM devait être une solution provisoire et logiquement on aurait pu espérer que la gestion des collatéraux s'améliorerait grâce aux liens avec les CSD. Cependant ces liens entre les CSD n'ont pas été utilisés. Une des raisons à leur non-utilisation tient moins à la partie settlement qu'à la partie custody, à sa complexité et à son manque d'harmonisation.

Donc il faut garder en tête pour nos prochaines discussions, le souci d'efficacité dans un contexte de différences entre les régimes réglementaires, légaux, fiscaux des différentes places. Contexte qui rend extrêmement compliqué aujourd'hui le cross-border.

Je parlais tout à l'heure des Barrières Giovannini et je profite de la présence de Madame Pervenche Bérés pour dire qu'il y a dans ce domaine des attentes très fortes des CSD vis-à-vis des autorités publiques. On sait en effet, aujourd'hui, qu'il y a un certain nombre de barrières pour lesquelles on ne peut attendre d'actions que de la part des autorités publiques en matière légale, fiscale et réglementaire (exemple la barrière trois). ▶

Intervention de la salle



Je souhaite intervenir sur l'harmonisation légale et fiscale, plus particulièrement légale. Aujourd'hui le Legal Certainty Group, au niveau européen, travaille à fournir un deuxième avis pour fin 2007, après celui déjà rendu en août 2006.

Les progrès sont significatifs. La compréhension des différents systèmes européens (on est passé de 15 à 25 États membres) n'a pas été simple. Néanmoins, elle a donné lieu à un compendium de 54 questions. Un certain nombre de choix conceptuels ont été faits, notamment une approche fonctionnelle. On s'oriente vers une identification des effets communs d'inscription en compte de titres, en Europe.

Il ne faut donc pas penser que seules les initiatives de marchés existent, il y a aussi des initiatives juridiques. Sur le plan fiscal, je ne veux pas m'exprimer mais le groupe fiscal travaille également beaucoup.

Nous sommes relativement optimistes sur les résultats.



Le point de vue

de **Dominique HOENN**,
Senior Advisor, BNP Paribas

Lorsqu'en 1999, on a décidé de passer à l'Euro, je me suis rappelé de ce qu'on m'enseignait à savoir que dans un processus d'unification, la monnaie était normalement la dernière étape.

Cependant nous décidions de commencer par cela. D'un naturel optimiste, je me suis donc dit que nous arriverions à nos fins.

Si on regarde la situation de laquelle on parlait, au fond très schématiquement, il y avait deux grandes solutions pour la filière titres :

- ▶ la solution d'Europe continentale avec dans la plupart des pays une organisation en silo (une bourse, propriétaire de sa compensation et du système de R/L) ;
- ▶ la solution de l'exception anglaise avec trois couches d'intervention dans la filière titres.

À l'époque si on se projetait dans l'avenir, on pouvait imaginer qu'en Europe continentale, on évoluerait vers une fusion des silos et que progressivement on arriverait à un système européen, au moins pour la zone Euro.

Mais aujourd'hui, on s'aperçoit qu'il n'en a rien été. La meilleure preuve en est que, depuis tout à l'heure, on ne cesse de parler de transactions cross-border dans un périmètre normalement européen où il ne devrait pas y avoir de frontières.

La Bourse de France est la seule qui a pris des initiatives au niveau du trading :

- ▶ elle a réalisé la fédération de quatre bourses européennes ;
- ▶ elle a intégré le marché des dérivés, LIFFE.

Mais au niveau du Post-Marché, la Société des Bourses Françaises (SBF) n'a pas fait à l'époque le choix de l'Europe continentale

puisque'elle a choisi la filière anglaise.

Donc aujourd'hui, la compensation d'Euronext est faite par LCH Clearnet et sa partie settlement et custody est gérée par Euroclear. C'était donc notre situation de départ et 2006 a été une étape supplémentaire dans cette évolution. C'est une année charnière car pour le trading, la fusion NYSE – Euronext a marqué la fin de l'idée d'un rapprochement potentiel entre Euronext et la Deutsche Börse.

Pour le Post-Marché, après un long débat, il a été décidé qu'il n'y aurait pas de directive mais en revanche deux initiatives ont été lancées :

- ▶ le Code de Conduite de toutes les infrastructures, qui vise la transparence des prix et l'interopérabilité ;
- ▶ le projet T2S dont l'objectif est la création d'un système centralisé de R/L.

Puis 2007 est aussi à mon sens une année clé avec la mise en place de la MiFID.

Selon un principe cher à la Commission, il s'agit d'ouvrir le marché à la concurrence et de mettre ainsi un terme au monopole des marchés réglementés en usant de deux possibilités :

- ▶ l'internalisation des ordres des clients ;
- ▶ la création de systèmes multilatéraux de négociation (MTF).

Dans un premier temps et bien que la directive précise ce que recouvraient les "instruments financiers", nous nous sommes concentrés sur les marchés actions mais il ne faudra pas oublier que d'autres marchés peuvent être concernés.

Néanmoins, si on s'intéresse aux marchés actions, l'impact de la directive MIF est lié

à l'internalisation systématique qui annule les besoins en compensation et ne nécessite plus un système de R/L. Tout se fait en interne.

En revanche, les systèmes multilatéraux de négociation auront besoin d'un prestataire pour dénouer leurs opérations.

Pour l'instant, on distingue trois MTF :

- ▶ Equiduct
- ▶ CHI-X
- ▶ Turquoise.

Chacun d'eux s'est occupé de sa filière Post-Marché : Equiduct a choisi les plateformes traditionnelles aussi bien pour la compensation que pour le dénouement ; CHI-X a choisi Fortis ; Turquoise a choisi DTCC pour le clearing et Citibank pour le R/L.

Ces trois MTF ont comme caractéristique commune d'offrir des cotations pour l'ensemble des valeurs européennes.

Dès lors, je serais étonné que les grandes bourses traditionnelles n'essayent pas de capter des parts de marché sur les grandes valeurs de leurs concurrents.

Par ailleurs, il est envisageable que les bourses elles-mêmes créent leurs propres MTF pour assurer les transactions de certains segments particuliers de marché.

On peut donc s'attendre au niveau du trade à une évolution importante.

Concernant le Post-Marché et si on s'intéresse dans un premier temps à la compensation, on a en Europe deux grandes organisations :

- ▶ LCH Clearnet : détenu par Euronext à hauteur de 45% de droits économiques et de 20% de droits de vote ;
- ▶ Eurex Clearing : propriété de la Deutsche Börse et de la Bourse suisse.

Le point de vue de Dominique Hoenn

Cependant, pour LCH Clearnet une évolution devrait avoir lieu courant 2007-2008 : la participation d'Euronext serait ramenée à 5% et ce sont les clients qui seraient majoritaires. Toutefois, Euroclear resterait le principal actionnaire. Cette évolution finirait de gommer l'effet de silo qui perdurerait pourtant encore du côté d'Eurex Clearing.

Par ailleurs, une question pourrait se poser sur les rôles respectifs de la chambre de compensation et de l'organisme de R/L.

Nous avons, en effet, deux systèmes différents :

- ▶ le système anglais : CREST (le CSD) effectue le netting et LCH Clearnet n'est que le garant de la bonne exécution des positions qu'il lui a communiquées;
- ▶ un système continental : la chambre de compensation concentre à la fois le netting et la fonction de garant, le CSD n'étant chargé que du R/L et du custody.

Donc selon moi, la compensation sur les transactions du cash sur une même valeur mais sur deux bourses différentes ne posera pas de problème. En revanche la situation se compliquera, si un jour en 2008, la Deutsche Börse se décidait à organiser des transactions sur les valeurs françaises.

Ainsi si le même intermédiaire a pris une position sur une valeur du marché Deutsche Börse et qu'il l'a dénoué sur le marché Euronext, il y aura un problème de compensation entre la filière Euronext (LCH Clearnet) et la filière allemande (Eurex Clearing). Les Allemands n'auront certainement pas l'intention de dénouer ailleurs que dans Eurex Clearing.

En considérant cela, on peut imaginer de résoudre cette situation par un accord technique entre les deux chambres de compensation (ce qui équivaut sans doute à l'interopérabilité) et un accord financier pour savoir comment s'organise le paiement et comment s'opère le partage des revenus car, pour faire des économies, chacune des parties a fait le choix d'un unique compensateur.

À présent, si on s'intéresse à la compensation des dérivés, on s'aperçoit qu'il y a une similitude d'approche entre Eurex Clearing et LIFFE. Leurs positions sont en apparence diamétralement opposées mais ils se rejoignent en terme de philosophie car chacun cherche

à protéger sa position ouverte c'est-à-dire en pratique sa liquidité. Donc, si on souhaite parvenir à une compensation unifiée sur les dérivés listés, il faudra préalablement que les bourses se fassent concurrence sur leurs produits mais on n'en prend pas le chemin. Chacun vit sur son monopole. D'un point de vue général, en matière de compensation, l'impulsion ne peut être donnée que par les régulateurs. Deux secteurs préoccupent les régulateurs :

- ▶ les prêts et emprunts sur titres;
- ▶ les dérivés de crédit.

Deux secteurs dans lesquels les acteurs ne veulent absolument pas d'interventions des bourses.

Donc j'ai l'impression que, si les régulateurs réservaient un traitement en capital réglementaire favorable aux opérations de cette nature, qui seraient dénouées par une chambre de compensation, une offre de compensation se développerait, notamment sur les dérivés de crédit.

DTCC serait alors en bonne position car il propose déjà ce service aux États-Unis.

Enfin concernant le R/L : de notre côté nous avons défini depuis longtemps ce que nous ne voulions pas à savoir la consolidation sur une même plateforme des fonctions notariales et des activités bancaires. La plupart d'entre nous souhaitait également une directive mais nous ne l'avons pas obtenue. En revanche, l'initiative prise par la BCE de proposer la réalisation d'un système de R/L unifié en monnaie centrale, nous offre une occasion de clarifier la situation. D'autant qu'elle me semble soutenue massivement par les prestataires français.

Toutefois, sa réalisation effective n'est pas pour tout de suite puisque le lancement opérationnel n'interviendra qu'à l'issue de la phase de consultation, début 2008. À cela s'ajoutent, des positions différentes entre les utilisateurs que nous sommes, et celles des dépositaires centraux, qui voient leur situation mise à mal par des projets comme T2S.

On peut aussi penser que le processus de réalisation sera long car même si le projet T2S se réalise en 2013, il existera encore à cette date un CSD par pays.

Nous devons donc tous rester vigilants en

participant activement à l'élaboration du projet T2S et essayer de faciliter sa réalisation le plus vite possible, en évitant de le compliquer.

Il s'agit également de demander à Euroclear d'adopter une position claire quant à la participation au projet de ses CSD.

Il faut par ailleurs éviter qu'il y ait un hiatus entre la mise en place d'ESES à la fin de 2007 et la mise en œuvre de T2S, début 2008.

En outre, je pense que dans le domaine du R/L, les intervenants français bénéficient d'une situation particulière :

- ▶ nous avons le seul vrai système intégré (par opposition à interfacé) et nous avons pu en mesurer l'efficacité;
- ▶ nous avons la présence à Paris de trois grands intervenants qui ont une véritable ambition européenne dans le domaine du R/L et du custody, contrairement à la plupart des autres pays où il reste encore des acteurs locaux significatifs.

Nous devons donc veiller en permanence à nos intérêts.

En conclusion, je relèverai trois points :

- ▶ la MiFID va être l'occasion d'une large redistribution des cartes à tous les niveaux;
- ▶ en terme d'évolution du Post-Marché, la seule solution européenne, qui se profile, est celle du projet T2S dans le domaine du R/L. Pour les autres domaines, notamment celui de la compensation, je pense qu'on va plutôt vers des solutions transatlantiques;
- ▶ enfin pour finir sur une note positive, je pense que la compétition devrait se traduire par une forte baisse des tarifs sur la chaîne Post-Marché. ▶



Conclusion de la conférence

Par **Pervenche BERÈS**,
Présidente de la Commission Économique
et Monétaire du Parlement européen

Est-ce vraiment un hasard si l'AFTI a choisi de traiter aujourd'hui de la situation du Post-Marché?

Je ne le pense pas car au regard des interventions que j'ai pu entendre, il semble que ce soit un sujet qui préoccupe les acteurs de la Place.

J'aimerais, avant d'entrer dans le vif du sujet, rappeler le rôle de la Commission économique et monétaire du Parlement européen. Notre rôle n'est pas d'être un agent pour les acteurs de marché mais en tant que législateur, d'être un facilitateur, un organisateur, un compensateur des différents intérêts en jeu. Et c'est ce que nous avons essayé d'être à travers l'ensemble des travaux menés depuis le lancement du Plan d'Action des Services Financiers (PASF). Nous cherchons en effet à créer un débat démocratique pour que, là où les enjeux de compétition sont très lourds entre les acteurs, chacun trouve un espace pour exprimer son point de vue, qui donne ensuite lieu à un arbitrage où le législateur prend ses responsabilités.

Le processus Lamfalussy s'inscrit dans ce cadre. Je ne vais pas vous l'exposer, vous le connaissez, mais je souhaite simplement vous alerter sur une difficulté structurelle à laquelle il est confronté : il est difficile de mobiliser, à l'occasion des débats, l'acteur final, autrement dit l'utilisateur ou le consommateur.

Cela tient à la difficulté pour l'utilisateur d'anticiper notamment au bout de la chaîne les conséquences sur son dispositif d'un système qui n'est pas encore en place.

Il s'agit dès lors, pour nous, d'éviter le seul arbitrage des acteurs de marché car ils orien-

teraient la législation dans un sens qui ne serait pas nécessairement celui de l'intérêt général.

À présent, je veux partager avec vous un sentiment : je pense que, du point de vue européen, nous sommes dans une situation assez exceptionnelle au regard du dispositif législatif et réglementaire, que nous avons mis en place. Rentrant de New York le mois dernier, je mesure combien les Américains regardent avec intérêt la façon dont nous avons élaboré notre législation et la façon dont nous pensons progresser en matière de Post-Marché et de supervision.

Néanmoins, sur le Post-Marché, il reste beaucoup à faire.

Et quand j'entends qu'il y aurait une certaine fatigue réglementaire, un besoin de pause, ma conviction est exactement inverse. Je pense, en effet, qu'avec des acteurs "cross-border", qui ont affaire à 27 régimes différents, le bon équilibre doit être dynamique. C'est-à-dire que nous ne ferons pas de pause mais une "better regulation" qui doit nous permettre de progresser.

Par ailleurs, j'aimerais revenir sur trois questions :

- ▶ celle des compétences de l'Union européenne en matière de concurrence au regard de certains segments des marchés financiers alors que les seuils actuels de la législation communautaire ne donnent pas de compétence à l'Union comme on l'a vu à l'occasion de l'offre de rachat du LSE par Deutsche Börse. Aujourd'hui, certains régulateurs raisonnables invitent

la Commission à considérer qu'elle est compétente en la matière. Seulement certains États membres y sont opposés car ils considèrent que cela relève de la souveraineté nationale. Je pense que c'est un mauvais calcul surtout si nous imaginons défendre un système d'intégration européen des marchés financiers.

- ▶ celle du Code de Conduite : en tant que législateur, nous prenons acte des efforts des acteurs de marché pour parvenir à le mettre en œuvre. Néanmoins, certaines difficultés vont apparaître, notamment sur l'obligation de transparence. Nous savons tous que la transparence est une condition sine qua none du bon fonctionnement du marché, pourtant sa mise en œuvre reste un défi redoutable. Aujourd'hui, les difficultés du groupe de travail tiennent à la différence entre la mise en place d'une transparence formelle et celle d'une transparence réelle permettant une vraie comparabilité des coûts.

- ▶ celle du projet T2S : la démarche de la BCE s'engage en parallèle de celle menée par le Parlement européen avec le Code de Conduite. Le Parlement a immédiatement soutenu cette initiative. Cependant, la BCE doit rester vigilante car si elle veut mener son projet jusqu'au bout, elle doit tenir compte de l'ensemble des questions suscitées par T2S et portées avec beaucoup de conviction par certains parlementaires notamment au regard des questions de gouvernance du futur système.

Parallèlement à cela, j'aimerais faire un point sur "Turquoise". Je pense que l'installation

Conclusion de la Conférence

d'un acteur comme celui-là aura un impact sur le fonctionnement du Post-Marché puisqu'il me semble que les initiateurs du projet souhaitent arriver par ce biais à l'autonomie de leur Post-Marché.

Enfin pour finir avec le Post-Marché, je souhaite aborder la question des Barrières Giovannini.

Aujourd'hui, M. Giovannini identifie clairement les barrières qui demeurent tant du côté privé que du côté public. Il nous faut donc relancer le débat pour arriver à dépasser ces barrières. La plupart d'entre elles ne pourront être levées qu'avec une initiative législative. Ceux qui étaient opposés à une solution législative, à commencer par le Commissaire Charlie Mc Creevy, doivent, maintenant que le Code est lancé, revoir leurs positions au plus vite pour qu'on puisse avancer dans l'intérêt de l'organisation du Post-Marché.

J'aimerais maintenant aborder la question de la démocratie actionnariale car c'est un sujet sur lequel le Commissaire Mc Creevy veut prochainement lancer des initiatives. Je souhaiterais donc connaître la réaction des acteurs de marché et être en phase avec la façon dont les uns et les autres nous voulons organiser le débat.

Le Commissaire Mc Creevy a souhaité relancer le débat en diffusant un questionnaire sur l'idée d'une démocratie actionnariale

linéaire où l'on considérerait le principe une voix - une action.

Je suis démocrate mais je ne crois pas qu'on puisse comparer totalement la démocratie politique et la démocratie actionnariale.

Je pense que cette vision de la démocratie actionnariale présente un risque à une époque où le tourisme actionnarial existe. Car de même que dans la sphère politique, nous ne laisserions pas aux ennemis de la liberté, les clés de la démocratie, il me paraît dangereux de favoriser sans garde-fou la présence au conseil d'administration d'une entreprise de représentant de ce tourisme actionnarial.

Je reste néanmoins attachée à une plus grande participation des actionnaires au conseil d'administration et à un rôle plus actif dans l'exercice de leurs mandats mais pas sans tenir compte de l'évolution de la nature de l'actionnariat.

Ce débat lancé par le Commissaire Mc Creevy sur la démocratie actionnariale est lié également à la question de la transparence, sur laquelle je souhaite revenir.

Nous pourrions en effet imaginer un système qui suivrait la logique du "une voix - une action" mais uniquement si nous respectons les principes de transparence et si la lisibilité des droits de vote est totalement inscrite au cœur du dispositif.

Mais au-delà du débat sur la démocratie actionnariale, la transparence est une des conditions de fonctionnement du marché. C'est la règle la plus difficile à mettre en œuvre et à accepter pour les acteurs de marché.

Pourtant c'est une règle clé y compris au regard des thèmes forts qui devraient être ceux de la présidence française de l'Union européenne, le 1^{er} juillet 2008. En effet, autour des questions de régulation, celle du "lead supervisor" va se poser. Cette question est directement liée à la transparence.

Je m'explique : aujourd'hui, je vois au Parlement européen des acteurs de petits marchés ou de marchés émergents s'inquiéter de la présence sur leurs territoires d'acteurs totalement extraterritoriaux (au sens national du terme) et être dans l'incapacité d'exercer leur mandat. C'est un argument extrêmement pertinent. En tant que législateurs, nous devons entendre leur message. Si l'on veut progresser sur la voie du "lead supervisor", il me semble que les acteurs de marché concernés devront d'une manière ou d'une autre accepter un plus grand échange d'information entre les régulateurs et donc un grand degré de transparence. Je mesure combien il sera difficile de définir ce degré de transparence avec les acteurs de marché. ▶



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

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**
Rédacteur en chef : **Pascal Thoraval**
Comité de rédaction : **Séverine Couvreur**
Crédit photos : **Philippe Couette**
Réalisation : **Café Noir - LFT**
ISSN : 1262-2109



Spécial
Conférence

n°25 - mai 2007

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

www.afti.asso.fr