

Une consolidation inévitable des infrastructures européennes de l'industrie des titres

L'intégration des back-offices titres est largement entamée avec pour objectif premier la réduction des coûts. Elle est indispensable pour le développement des transactions cross-border. Mais le modèle européen doit être encore précisé.

Richard Roger
Département des services titres
aux institutionnels
Responsable du développement
de produits
Société générale

■ La consolidation européenne de l'industrie des titres alimente désormais toutes les réflexions des professionnels du métier, que ce soit au travers de forums de conservateurs comme l'*European securities forum* ou de conseils d'administration des dépositaires centraux ou internationaux. De façon plus concrète, avec les récentes évolutions des structures de la place de Paris, nous sommes déjà pleinement engagés dans ce processus.

Les caractéristiques d'Euronext, qui reposent pour une large part sur la technologie de la place de Paris (NSC et Clearing 21), semblent révéler que la forte intégration verticale des structures de place (bourse, chambre de compensation, système de règlement-livraison Relit) reste suffisamment modulaire et ouverte pour favoriser l'accès à de nouveaux partenaires ainsi que la création de diverses options au choix des utilisateurs pour le traite-

ment intégré de leurs opérations (règlement-livraison au choix en Sicovam SA et/ou en Euroclear).

La fusion Euroclear-Sicovam SA devrait permettre aux conservateurs français de bénéficier des synergies et complémentarités entre les deux organismes de règlement-livraison (monnaie commerciale ou monnaie centrale, rapprochement des activités domestiques et *cross-border*..).

Objectifs de la consolidation : des économies d'échelle

Le processus d'intégration des différents acteurs de la chaîne de traitement des ordres sur instruments financiers (marchés réglementés/plate-forme de trading, chambre de compensation, dépositaires centraux et conservateurs) répond principalement à un impératif de réduction des coûts. Cet objectif désormais clairement affiché sur chacune des fonctions – négociation, compensation, règlement-livraison – sera obtenu, d'une part, par des économies d'échelle («masse critique») et, d'autre part, par la constitution d'une offre très large de produits et services intégrés.

Les économies d'échelle résultent de la volonté de créer une masse critique d'actifs en conservation ou de flux à traiter permettant d'une part, d'amortir les besoins d'investissements informatiques considérables nécessités par les évolutions des systèmes d'information et des outils

de communication (internet, évolutions Swift) et, d'autre part, de diminuer le coût de revient de la prestation, dans un environnement pour le moins concurrentiel. A titre d'exemple, le tarif proposé par

«Le processus d'intégration des différents acteurs de la chaîne de traitement des ordres sur instruments financiers répond principalement à un impératif de réduction des coûts.»

les conservateurs pour le traitement des instructions de règlement-livraison des clients devrait tendre très rapidement, dans un contexte d'harmonisation et de forte automatisation, vers des tarifs

proches de ceux appliqués par les Dépositaires centraux.

Par ailleurs, les produits et services intégrés répondent à une exigence de plus en plus forte exprimée par les professionnels de disposer chez un intermédiaire financier ou au sein d'une place financière de l'ensemble de la prestation recherchée, fournie selon un mode fortement automatisé (STP), à des tarifs relativement bas sur toute la chaîne de traitement des ordres dès l'accès au marché.

Certains marchés domestiques sont déjà très intégrés avec des tarifs relativement faibles

Le processus d'intégration atteint déjà un niveau élevé sur certains marchés domestiques. Le modèle de règlement-livraison diffère d'une place financière à

l'autre, en fonction d'une part, de l'organisation locale de la bourse et, d'autre part, des rôles exercés par un conservateur sur la place locale. Ainsi, les places financières de Paris, Francfort et Zurich disposent d'une forte intégration verticale en proposant une préparation automatique par la bourse et le dépositaire central des instructions de règlement-livraison en prolongement des négociations de bourse.

Un processus de consolidation engagé au plan européen

Le processus de consolidation ne représente pas un phénomène particulièrement nouveau puisque deux événements importants ont largement contribué à l'entamer : l'introduction de l'euro sur les marchés de capitaux et la Directive européenne sur les services d'investissements. L'avènement de l'euro a permis notamment d'éliminer la fragmentation des différentes devises traitées sur les marchés de capitaux et de diversifier les portefeuilles des investisseurs institutionnels au travers de nouvelles règles d'allocation des actifs (actions cotées dans la zone euro facilement substituables, qualité de signature pour les emprunts obligataires...). De plus, les banques centrales européennes ont déjà consolidé les systèmes de paiement de gros montant en créant le système Target, afin de faciliter la mise en œuvre de la politique monétaire unique, et de mettre en place des dispositifs sûrs et efficaces permettant d'effectuer en toutes circonstances le règlement en valeur jour des paiements transfrontières.

Enfin, ces derniers temps, diverses initiatives ont été lancées par des marchés

«Quel que soit le conservateur, le coût de traitement d'un ordre cross-border coûte en interne plusieurs fois le coût de traitement d'une instruction sur le marché domestique.»

financiers ou des acteurs privés, visant à créer une consolidation des fonctions de négociation, compensation et règlement-livraison, soit au travers d'une coopération étroite entre des structures de place existantes, soit au travers de structures confortées dans leur vocation «paneuropéenne» :

Pour les bourses :

- accords de coopérations ou fusions : Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam), VIRT.X (accord entre Trade-point et SWX), Newex (accord entre Francfort et Vienne), Norex (accord entre les pays nordiques...);
- initiatives unilatérales : Easdaq, Nasdaq Europe, JIWAY (plate-forme pour les ordres des clients individuels...);
- Electronic Communication Network : Broker Tec, Cantor financial futures...

Pour les chambres de compensation :

- accord de coopération entre Clearnet SA et London clearing House.

Pour les Dépositaires centraux :

- fusion de Cedel Bank et du Dépositaire central allemand (DBC AG) au sein de Clearstream avec une plate-forme unique de règlement-livraison, fusion d'Euroclear et de Sicovam SA pour créer Euroclear France avec une interface entre les systèmes de règlement-livraison.

Un impératif pour les transactions cross-border

Si les structures de règlement-livraison des marchés domestiques donnent généralement satisfaction aux professionnels des marchés ou bien affichent clairement la volonté de rationaliser l'organisation locale (migration des systèmes au sein d'un seul Dépositaire central comme au Royaume-Uni ou en Italie...), dès lors que l'on traite des instructions *cross-border*, le processus devient beaucoup plus complexe. Le volume des transactions *cross-border* sur instruments financiers dans la zone euro s'accroît de manière considérable depuis quelques années, sous l'impulsion d'investisseurs institutionnels désireux de diversifier leur portefeuille, mais également des investisseurs individuels qui manifestent un intérêt croissant pour la bourse étrangère en ligne.

Le constat révèle de nombreuses im-

perfections :

- **automatisme insuffisant** du traitement des flux, liée notamment à l'exploitation limitée de certains standards (codes Isin, codes Bic), ou au déploiement insuffisant de Swift chez certains types d'acteurs ;
- **fragmentation** des systèmes de règlement-livraison utilisés (une trentaine en Europe) avec parfois plusieurs Dépositaires centraux pour une place donnée dédiés à différents types d'instruments financiers, voire même plusieurs bourses régionales (exemple de l'Espagne) ;
- **diversité des modèles de marché** : règles de transfert de propriété, délai standard de règlement-livraison, finalité des dénouements, traitement du nominatif, opérations sur titres, fiscalité... ;
- **absence de normalisation** dans la circulation de l'information entre les différents acteurs (investisseur, *global custodian*, conservateur local...).

Pour illustrer ces imperfections, nous pouvons relever que, quel que soit le conservateur, le coût de traitement d'un ordre *cross-border* coûte en interne plusieurs fois le coût de traitement d'une instruction sur le marché domestique. De même, les réclamations des clients sur l'activité *cross-border* excèdent largement le nombre de réclamations constatées sur le marché domestique.

Autre exemple, afin d'accentuer le contraste entre le domestique et le *cross-border* dans l'industrie des titres, un investisseur institutionnel américain déclarait récemment que régler-livrer une transaction en Europe coûtait onze fois plus cher que dénouer une transaction sur le marché américain. Cet investisseur affichait ensuite clairement l'objectif : traiter le règlement-livraison *cross-border* au même coût actuel que le règlement-livraison domestique.

Ainsi, l'activité de règlement-livraison *cross-border* présente une qualité insuffisante, des coûts élevés et une exposition à des risques parfois non négligeables en termes de risque de contrepartie ou de liquidité dans le cadre de délais de règlement-livraison trop importants.

Un modèle cible européen qui reste à peaufiner

Vers une plate-forme unique européenne... ?

L'actualité révèle qu'il existe différents modèles de consolidation proposés pour chacune des fonctions (plate-forme unique, liens entre systèmes, répartition des activités...). La convergence vers un modèle unique est complexe, sensible et devrait prendre du temps. Est-elle souhaitable ? Il semble que de nombreux acteurs appréhendent le risque monopolistique présenté par l'existence d'une seule structure de marché. Une évolution vers deux pôles financiers européens pourrait présenter un certain nombre d'avantages (compétition, émulation, tarifs).

... à deux vitesses entre titres de taux et actions... ?

Par ailleurs, il semble plus aisé de consolider les infrastructures de marchés dédiées aux instruments de taux. En effet, ces instruments restent étroitement liés aux opérations de politique monétaire, assez standardisées, et cou-

«Une prestation intégrée représente certainement le moyen optimal de minimiser les erreurs de back-office et d'améliorer l'efficacité du traitement des opérations.»

vrent pour une large part des activités pour compte propre exercées par les salles des marchés. A titre d'exemple, il est d'ores et déjà possible pour une banque française de concentrer ses opérations de politique monétaire sur une grande variété de titres d'États étrangers, au sein du système de règlement-livraison RGV, opéré par Sico-vam SA. De même, la Banque centrale d'Irlande a choisi Euroclear pour le traitement de ses opérations de politique monétaire, offrant ainsi aux participants irlandais la faculté d'y concentrer toutes leurs opérations sur instruments de taux.

Par opposition, les marchés d'actions s'appuient sur des procédures de règlement-livraison et de conservation plus complexes et hétérogènes (nominatif, OST) qui doivent concilier les besoins des investisseurs institutionnels et individuels.

... une prestation de services limitée ou très large... ?

Il convient de définir si la consolidation s'appuie sur un Dépositaire central qui se limite aux services de règlement-livraison de base et ne supporte aucun risque, comme la plupart des Dépositaires centraux actuels, ou bien si les professionnels de l'industrie veulent privilégier une structure dépositaire central internationale qui complète une activité classique par des produits à valeur ajoutée directement en concurrence avec des *global*

custodians. Ce point reste particulièrement sensible dès lors que les conservateurs régionaux européens considèrent qu'ils représentent une alternative très compétitive en termes de prestations et de prix.

... une forte indépendance entre les trois grandes fonctions : négociation, compensation et règlement-livraison... ?

L'indépendance des trois grandes fonctions négociation, compensation, règlement-livraison devrait faciliter le processus de consolidation. Il pourrait s'opérer en plusieurs étapes, indépendantes les unes des autres. Néanmoins, certaines places financières disposent d'une concentration verticale qui ne s'accommodera pas facilement à un tel principe.

... des impacts non négligeables pour le métier de la conservation

Aujourd'hui le conservateur offre bien entendu son expertise et sa flexibilité pour gommer dans la mesure du possible auprès de ses clients les différentes imperfections liées aux échanges *cross-border*. Cependant, cette démarche devrait présenter certaines limites dans un contexte d'accroissement considérable des volumes et dans le cadre de l'évolution vers un délai de règlement-livraison à T+1.

Le processus de consolidation mené entre les différentes places financières facilitera l'élaboration par les conservateurs de produits et services intégrés sans avoir besoin de recourir à différentes interfaces ou protocoles d'échanges d'informations pour traiter leur activité en Europe.

Les clients souhaitent non seulement disposer de produits à valeur ajoutée souvent liés à des traitements back-offices ou à des activités de financement (prêts de titres, *repos*), mais ils s'intéressent désormais également à des prestations en amont de la chaîne back-office liées à l'exécution automatique des

ordres. Une prestation intégrée comme le propose la Société générale combinant routage des ordres de bourse, exécution sur le marché local et règlement-livraison des instructions correspondantes représente certainement le moyen optimal de minimiser les erreurs de back-offices et d'améliorer significativement l'efficacité du traitement des opérations.

De même, dès lors qu'un établissement offre sur le marché local, à la fois les fonctions de négociateur, de compensateur et de conservateur, les circuits de règlement-livraison se révèlent, là encore, beaucoup plus simples.

Les marchés européens dans le concert international

L'industrie européenne devra clairement identifier et spécifier le modèle cible souhaité. Le modèle américain régulièrement mentionné comme référence en termes de coûts et d'organisation n'a pas achevé son processus de consolidation puisqu'il existe plusieurs marchés de *futures* et *commodities* disposant chacun d'une chambre de compensation.

De nombreux professionnels proposent d'ores et déjà des orientations qui visent à rationaliser le traitement des ordres sur toute la chaîne des acteurs. A titre d'exemple, nous pouvons citer :

- GSTPA, l'initiative d'un groupe de *brokers/dealers*, *custodians* et gestionnaires de fonds visant à définir les modalités de centralisation et d'automatisation du matching des ordres *cross-border* et à bâtir une plate-forme correspondante ;
- la standardisation des informations et des messages échangés entre investisseurs et brokers, au travers du protocole FIX.

Les instances internationales comme le G10, associé à IOSCO ou des associations de professionnels comme l'ISSA (International Securities Services Association) réalisent également des études complètes dans le but d'identifier les imperfections du processus de règlement-livraison sur les plans domestique et international, notamment en termes de risques, et souhaitent définir des standards ou modèles de règlement-livraison (cf les 8 recommandations publiées par l'ISSA en septembre 2000).

L'engagement dans un processus de

consolidation présente des conséquences significatives pour les conservateurs en termes de stratégie, d'organisation et de prestations. Il existe différentes orientations possibles : pérenniser une activité de conservateur européen en s'appuyant sur des structures locales et en privilégiant l'expertise et la flexibilité dans une gamme de produits et services complète et compétitive, développer une activité de niche sur certaines prestations spécifiques, concentrer le développement sur les produits à valeur ajoutée adossés à une offre de services standard. Ces choix doivent être menés alors que la course à l'intégration n'empêche pas bon nombre de places financières de poursuivre leurs évolutions et développements afin d'accompagner les demandes des investisseurs dans un environnement très compétitif.

Les développements technologiques, les évolutions de marchés et les demandes de plus en plus sophistiquées des clients amènent les conservateurs à consacrer des investissements considérables pour adapter leurs back-offices. De plus en plus d'établissements financiers préfèrent alors se concentrer sur leur métier principal, comme la bourse, et confier ainsi à un conservateur tout ou partie des fonctions back-offices.

Les grands conservateurs doivent démontrer une capacité constante d'adaptation dans ce contexte non encore stabilisé et n'échapperont pas non plus à ce phénomène de consolidation et de concentration des moyens. ●