

UNE RÉACTION EN CHAÎNE, DES PARTICIPANTS DE MARCHÉS AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



FLORENCE FONTAN
Responsable
des Affaires
publiques
BNP Paribas
Securities

Le post-marché se modifie en profondeur. Participants de marché (*sell side*), investisseurs institutionnels et sociétés de gestion (*buy side*) n'attendent pas la fin du processus pour concevoir leur organisation cible et devront s'adapter continuellement pour rester compétitifs.

M iFID, l'émergence de nouvelles plateformes d'exécution pan européennes, l'arrivée de nouvelles chambres de compensation (CCP) tels que EMCF ou Euro CCP, le code de conduite pour les infrastructures de marché, le projet de l'Eurosystem Target 2 Securities, l'association de plusieurs dépositaires centraux (CSD) dans le cadre de Link up... L'actualité du post-marché ces 18 derniers mois, est très riche. Le secteur rentre dans une phase de mutation où, telle une réaction chimique, les différentes initiatives viennent modifier l'organisation des transactions et du post-marché. Elles sont susceptibles de modifier profondément l'organisation et le rôle des acteurs. Toutefois, ces "ingrédients" ont des effets parfois contradictoires et il est aujourd'hui difficile de prédire quel sera le produit final de ce mélange instable. En pleine phase d'équilibrage, les acteurs de marché doivent, dès à présent, mettre en place leur organisation cible et accompagner les évolutions du post-marché

pour rester dans la course. Les enjeux sont colossaux et les choix stratégiques difficiles car les investissements nécessaires peuvent être très importants, ce qui est particulièrement délicat en cette période de crise. De plus, les impacts de cette révolution dépassent en réalité la communauté des participants de marché (*sell side*), les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion (*buy side*)...

Une organisation beaucoup plus complexe à court terme

L'objectif premier de la directive MIF était de créer de la concurrence pour l'exécution sur les actions en abolissant le monopole des Bourses tout en limitant, pour l'investisseur, les conséquences de la fragmentation de la liquidité grâce à l'obligation de *best execution*. La concurrence a démarré et devrait s'amplifier au cours des prochains mois. Même si aujourd'hui seules quelques plateformes alternatives telles que CHI-X ou NYFIX Millennium sont opération-

nelles, d'ici la fin de l'année de nombreux projets, tels que Turquoise ou Nasdaq OMX, auront également vu le jour. Et de nouvelles plateformes sont annoncées presque quotidiennement. Grâce à cela, les prix d'exécution ont déjà diminué, les Bourses accordant des baisses de tarifs pour contrer la future concurrence.

Au départ, ces nouvelles plateformes n'ont pas capté la liquidité des Bourses mais ont permis de créer des volumes supplémentaires grâce au développement de nouvelles formes d'exécution. Leurs tarifs attractifs ont permis de réduire la valeur minimale du ticket et leur temps de réponse a fait le bonheur des arbitragistes. Aujourd'hui, sur certaines valeurs, ces plateformes gagnent du terrain aux dépens des Bourses et leur multiplication pourrait amplifier le phénomène.

L'émergence de ces nouvelles plateformes d'exécution bouleverse le fonctionnement du post-marché. L'organisation actuelle, fondée sur l'utilisation d'une CCP et d'un CSD

Glossaire

Les initiatives en faveur d'un post-marché intégré :

■ **Link up** : sept dépositaires centraux nationaux de titres (CSD), Clearstream Banking AG Frankfurt (Allemagne), Hellenic Exchanges S.A. (Grèce), IBERCLEAR (Espagne), Oesterreichische Kontrollbank AG (Autriche), SIS SegalInterSettle AG (Suisse), VP Securities Services (Danemark) et VPS (Norvège), ont signé en avril 2008 un accord pour lancer Link Up Markets. Au premier semestre 2009, cette co-entreprise mettra en place une infrastructure commune facilitant la liaison entre les marchés des dépositaires et optimisant l'efficacité des services de traitement des transactions transfrontalières.

■ **Le Fund Processing Passport (FPP)** est une initiative conduite au plan

européen par l'European Fund and Asset Management Association (EFAMA) pour faciliter la distribution des fonds d'investissement et réduire les coûts de traitements des transactions. Ce document technique comporte 105 champs normalisés et met à disposition des acteurs (distributeurs, centralisateurs ou dépositaire) les informations opérationnelles nécessaires pour le routage et le règlement - livraison des ordres OPCVM.

■ **Target 2 securities** : ce projet officiellement lancé par la BCE en juillet 2008 vise à construire une plateforme unique pour le règlement des transactions sur titres en euros et en monnaie Banque centrale, à l'égal de ce qui existe d'ores et déjà avec Target 2, plateforme unique partagée pour les paiements de montant élevé de l'Eurosystème.

Le projet T2S sera mené par la Deutsche Bank, la Banco de Espana, la Banque de France et la Banca d'Italia.

■ **Code de bonne conduite** : il a été élaboré en 2006 par les trois associations professionnelles de l'industrie du post-marché (European Association of Central Counterparty Clearing Houses – EACH ; European Central Securities Depositories Association – ECSDA ; Federation of European Securities Exchanges – FESE) à la demande de la Commission européenne. Tous les membres des trois associations l'ont signé et s'engagent donc sur la transparence des prix et des services, la garantie d'accès du marché à la concurrence, l'interopérabilité des acteurs et le découplage des services ainsi que la séparation comptable des activités.

pour le règlement - livraison, reste cependant inchangée. Toutefois, auparavant, pour une action donnée, le canal de post-marché était automatiquement déterminé, sauf dans les cas particuliers de *multilisting*. Désormais, ce n'est plus nécessairement le cas. Si certaines plateformes alternatives ont décidé d'utiliser les canaux habituels de compensation et de règlement - livraison, d'autres ont instauré des organisations post-marché avec de nouvelles chambres de compensation. C'est le cas de CHI-X avec EMCF ou de Turquoise avec EuroCCP, la filiale de l'infrastructure post-marché américaine DTCC. La fragmentation de la liquidité au niveau de l'exécution se propage donc au niveau de la compensation avec l'émergence de nouvelles CCP. Une concurrence entre les CCP voit le jour et sera renforcée si le code de conduite et si les règles d'interopérabilité étaient mises en œuvre. Pour le moment, la liquidité du règlement - livraison reste concentrée dans le CSD de référence

afin de compenser la fragmentation des étages supérieurs, mais cela peut également évoluer.

L'internationalisation des plateformes d'exécution

L'autre élément structurant est l'internationalisation des plateformes d'exécution. Alors que les Bourses se focalisent sur un marché particulier, les plateformes alternatives proposent une offre européenne, généralement concentrée sur les *blue chips*. Elles mettent ainsi en place une organisation européenne alors que les canaux traditionnels restent domestiques. Les infrastructures de marché et de post-marché doivent donc, elles aussi, faire face à des challenges organisationnels et opérationnels.

On peut espérer que le résultat de la "réaction chimique" aboutisse à une organisation du post-marché paneuropéenne intégrée et efficace, permettant d'optimiser la concurrence et la compétitivité des marchés financiers européens. Target 2 Securities est cer-

tainement un élément fondamental pour atteindre cet objectif, mais les évolutions au niveau de la compensation déstabilisent le mélange. Une CCP européenne unique pour les actions semble être le complément indispensable.

En attendant cette rationalisation (schéma 1), les acteurs doivent faire face à court et moyen terme à une organisation des marchés beaucoup plus complexe, avec une multiplication des canaux.

Des enjeux de coût et de compétitivité pour les *brokers dealers*

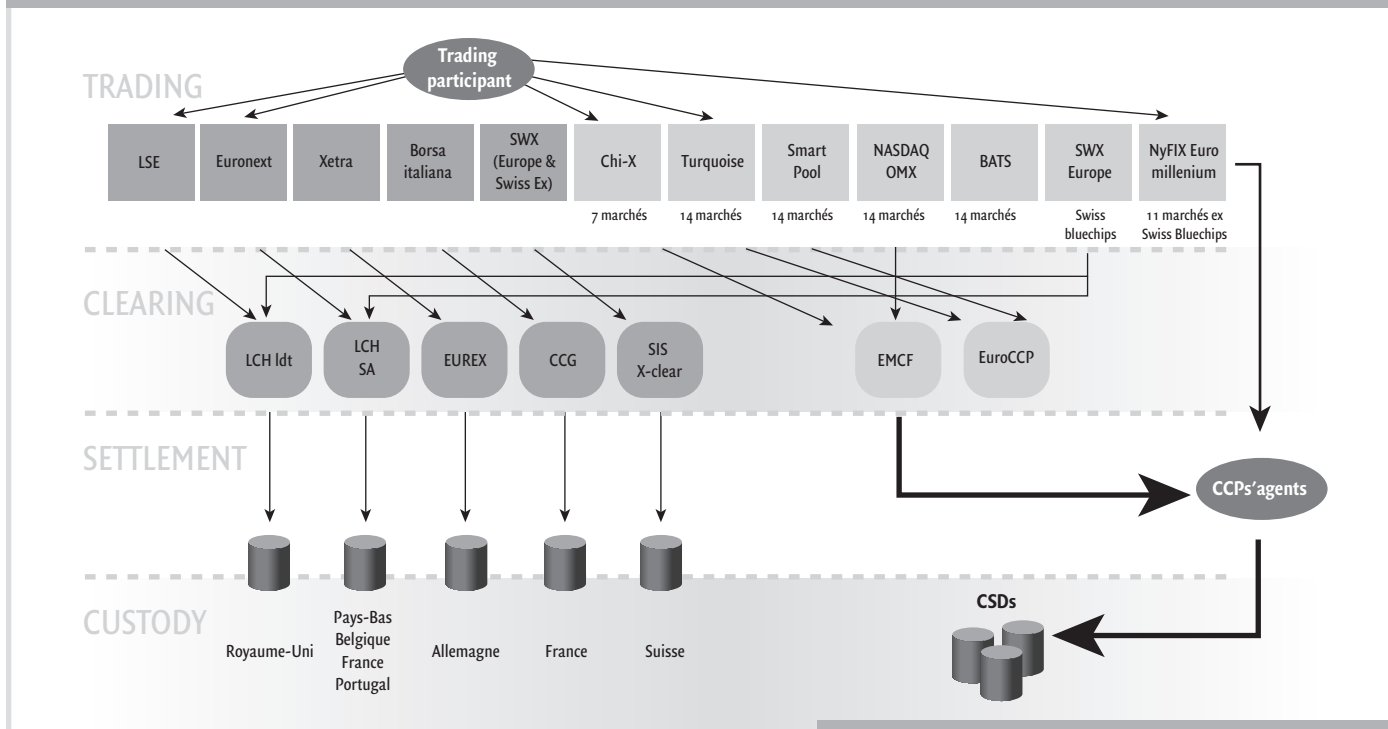
L'offre de plateformes d'exécution disponible pour les participants de marché devient exponentielle et pour rester compétitifs, les courtiers doivent pouvoir offrir un large choix à leurs clients. Cependant, l'accès à ces nouvelles plateformes nécessite la mise en place de multiples connexions au niveau du post-marché et un surcoût qui peut être important. En effet, la fragmentation de la liquidité et la multiplication des canaux de post-marché vont créer des besoins accrus de *collateral* et une augmentation des coûts globaux de post-marché, les effets de *netting* étant plus réduits. Par ailleurs, au-delà des coûts de connexions aux différents CCP et CSD, les coûts de *back office* post-marché des *brokers* vont probablement augmenter du fait de la gestion de cette complexité et des risques opérationnels liés.

Par ailleurs, les *brokers dealers* ont déjà dû effectuer des investissements massifs pour faire face aux exigences de MiFID et développer les nouveaux outils de *trading*. Il est donc impératif pour eux d'optimiser leur organisation afin de limiter le niveau des investissements complémentaires dans cet environnement encore instable et en cette période de réduction drastique des coûts mais aussi de liquidité raréfiée (schéma 2).

S'adosser à des partenaires européens

Compte tenu des montants en jeu et des conditions de marché difficiles, tous les courtiers, quelle que soit leur taille, vont devoir faire des choix sur leur offre d'exécution et arbitrer entre l'inclusion d'une nouvelle plate-

1. Une organisation plus complexe à court terme...



forme et le coût additionnel que cela représente. Toutefois, des solutions existent pour limiter le coût marginal, en particulier en s'adossant à des partenaires pan européens.

Au niveau de l'exécution, un courtier sera un participant direct sur ses marchés principaux. Cependant, il peut également sous-traiter son exécution à un partenaire pour des plateformes qu'il considère moins stratégiques. Cela lui permet de proposer une offre très large à sa clientèle tout en limitant les coûts de participations au marché. Cette solution peut être particulièrement attractive pour des courtiers de taille moyenne.

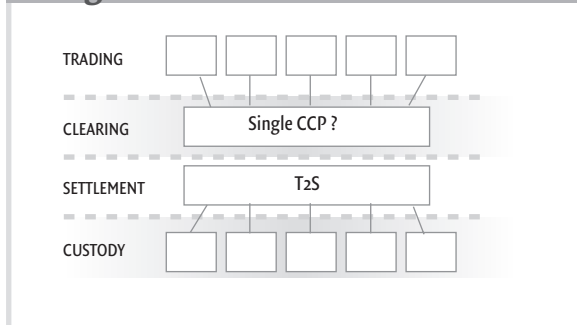
Au niveau du post-marché, plusieurs organisations sont possibles. Le courtier peut décider d'être présent en direct auprès de la chambre de compensation et du CSD, mais, compte tenu du coût, il lui faut une taille critique pour chaque infrastructure. Il peut aussi utiliser un intermédiaire et se faire représenter par une banque agent agissant en tant que *global clearing member* (GCM) auprès de la CCP et conservateur auprès du CSD. Cette solution lui permet d'éviter des inves-

tissements, de conserver des coûts variables au lieu de coûts fixes et de bénéficier des économies d'échelle de la banque agent. De plus, cette même banque agent utilisée pour plusieurs marchés ou plateformes d'exécution, pourra lui fournir des bénéfices complémentaires en lui offrant une vision consolidée de ses transactions, mais aussi une optimisation de son *collateral* et des appels de marge, s'il utilise le même GCM pour le représenter sur plusieurs chambres. L'utilisation d'un intermédiaire présent connecté à tous les canaux de post-marché européens peut ainsi apporter des bénéfices pour le courtier et lui permettre d'optimiser son organisation post-marché tout en gardant une offre large d'exécution.

Des conséquences non négligeables pour les investisseurs (buy side)

La mise en œuvre de MiFID et les évolutions de marché et post-marché qui en découlent créent de nouveaux défis pour les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels. Inclus dans la directive MIF, ils peuvent accéder plus facilement au mar-

... qui pourrait être optimisée à long terme



ché, bénéficier des baisses de coûts d'exécution et élargir leur champ d'investissement. Ils sont, en revanche, soumis à de nouvelles obligations de contrôle et de reporting.

La directive MIF et les autres initiatives déjà mentionnées ont pour objectif d'améliorer l'intégration et la compétitivité des marchés financiers européens. Les investisseurs institutionnels en sont potentiellement les grands bénéficiaires, à condition de s'adapter. Ils peuvent, s'ils le souhaitent, devenir participant direct de certains marchés, mais cela implique la mise en œuvre d'une organisation *middle* et *back office* performante. Des projets récents de plateformes alternatives développent des modèles pour atti-

2. Les conséquences significatives de la fragmentation de la liquidité sur les activités de post-marché

	PRÉ-MIFID	POST MIFID
CLEARING	<ul style="list-style-type: none"> • Une compensation des opérations par code ISIN réalisée dans la journée • Un <i>pool collateral</i> par marché 	<ul style="list-style-type: none"> • Compensations partielles réalisées par code ISIN et par chambre de compensation > besoin accru de collateral
RÈGLEMENT - LIVRAISON	<ul style="list-style-type: none"> • Un règlement net par code ISIN et par jour 	<ul style="list-style-type: none"> • Règlements multiples : N règlements nets partiels, par code ISIN et par jour, pour chaque chambre de compensation > multiplication des instructions de règlement

> **accroissement des appels de marge et des collateral**

> **augmentation des coûts opérationnels (x N)**

Source : BNP Paribas Securities Services.

rer les investisseurs institutionnels en direct en complément des *brokers dealers*. Cela implique toutefois une organisation post-marché particulière pour la plateforme, compatible avec ces deux types d'acteurs. En effet, si les acteurs de marché ont l'habitude de gérer des chaînes de post-marché incluant une chambre de compensation et un dépositaire central, ce n'est pas le cas des investisseurs institutionnels. Il sera donc nécessaire de mettre en place, pour ces plateformes, des organisations post-marché flexibles qui, en fonction des acteurs, permettent d'utiliser des chaînes adaptées.

D'une manière générale les investisseurs institutionnels ont un accès facilité au marché non plus uniquement domestique, mais au niveau pan européen au minimum. Pour maximiser ces opportunités, les investisseurs doivent pouvoir contrôler leurs courtiers et en particulier leurs offres de *best execution*. C'est une obligation réglementaire pour les sociétés de gestions, mais ces dernières doivent pouvoir aussi le justifier auprès de leurs propres clients investisseurs.

Améliorer le traitement des OPCVM

Les investisseurs institutionnels diversifient leurs actifs, tant sur le plan géographique que sur le plan des types d'instruments, afin d'optimiser leur risque et d'accroître la performance de leurs investissements. Cette tendance est facilitée par la baisse des coûts de transac-

tions transfrontalières et devrait s'accélérer encore avec l'intégration des marchés financiers.

Toutefois, le véhicule de prédilection pour cette diversification des actifs est l'OPCVM, qu'il soit coordonné ou contractuel. Des fonds de fonds se sont développés et en France, depuis 2007, le nombre de souscription et de rachat a dépassé les nombres de transactions sur les marchés actions. Les traitements post-marché pour les OPCVM sont loin d'être aussi automatisés et optimisés que pour les actions. La France est un des pays où une grande partie des traitements sont automatisés, s'appuyant sur le dépositaire central pour les échanges interbancaires, mais les transactions sur les fonds non domestiques restent complexes et largement manuelles. De nombreuses initiatives de marché ont été lancées pour améliorer les processus dont par exemple la mise en place du *fund processing passport*, mais beaucoup d'efforts doivent encore être faits. L'initiative de l'Eurosystem Target 2 Securities sera techniquement capable d'effectuer le règlement - livraison des OPCVM. Cela pourrait donc être un facteur d'intégration pour le monde de la distribution des fonds.

Des obligations accrues de reporting

Ces accès facilités au marché et, avant tout, la diversification grandissante des actifs créent des obligations et des besoins de reporting de plus en plus complexes pour les investisseurs

institutionnels. On constate une évolution d'un reporting quantitatif vers des données plus qualitatives, mais également vers la sous-traitance. Historiquement, l'institutionnel recevait de l'information sur les services souscrits auprès de son prestataire, comme le reporting quotidien sur le statut des règlements - livraisons. Aujourd'hui, l'investisseur souhaite recevoir de l'information lui permettant aussi de contrôler son prestataire, y compris son courtier, et, si possible, par une source indépendante. Des indicateurs de qualités ont donc été inclus dans les reportings tel que le taux de fiabilité des données, mais aussi les facteurs de contrôle défini par le régulateur. Ainsi, la directive MIF impose aux gérants de contrôler que leurs prestataires respectent bien leurs obligations contractuelles, notamment en matière de *best execution*, sur l'ensemble des classes d'actifs, donc pas seulement les actions mais aussi les fonds... Les investisseurs veulent également être assistés de leur prestataire pour remplir leurs propres obligations de reporting auprès des clients, des actionnaires et des autorités de tutelle.

La fragmentation de la liquidité engendrée par MiFID s'accompagne d'une fragmentation supplémentaire des infrastructures de post-marché en Europe. Les conséquences pour l'ensemble des acteurs, infrastructures et acteurs de marché, sont déjà nombreuses. Cette transformation leur impose d'avoir vision à 360° de la situation et des enjeux pour l'industrie financière. ■