

# LE POST-MARCHÉ EN EFFERVESCENCE



Les effets conjoints du passage à l'euro, de la MiFID, du code de conduite, du projet T2S et la logique de marché qui prend le relais ont mis le post-marché en mouvement. Trading, compensation, règlement - livraison sont en mutation et conduisent à une complexification de l'environnement. Des choix majeurs devront encore être faits par les différents acteurs.

Le post-marché a progressivement remplacé le *back-office*, lui-même héritier du métier titres. Ce changement de termes a accompagné les profondes mutations intervenues dans ces activités<sup>1</sup>. Ces mutations appellent, dans le domaine des ressources humaines, le renforcement des liens des professionnels avec les universités pour préparer de nouvelles classes d'âge, ainsi qu'un effort conséquent pour adapter la formation des personnels.

Le post-marché aujourd'hui, ce sont des métiers tels que le dépositaire d'OPCVM, la tenue de comptes conservation, le service aux émetteurs... Ce sont des moyens mis au service du juridique et du fiscal, des intermédiaires financiers en charge de la relation clients et en même temps acteurs de l'industrie financière ; ce sont aussi des systèmes, des équipes opérationnelles dédiées et, *last but not least*, des infrastructures.

## Deux étapes majeures

Deux étapes majeures ont marqué en France, ces 25 dernières années, les systèmes d'échanges. Elles ont constitué une remarquable prépara-

tion aux échéances européennes.

■ La dématérialisation des échanges de flux entre intermédiaires financiers – dès 1984 pour les titres – s'est achevée en 2002 par la création de l'image chèque (EIC). L'emploi de *process* électroniques automatisés a permis d'améliorer la rapidité des échanges et leur sécurité, tout en réduisant les coûts au profit de l'industrie financière et du client final. Pour leur part, les entreprises de marché se sont progressivement dotées de systèmes électroniques, entraînant, dans les années 1980, la suppression de 23 filières différentes de règlement-livraison, remplacées par Relit, ainsi que la décentralisation des transactions qui allait conduire à la fermeture physique de la Bourse de Paris à la fin des années 1990.

■ La deuxième étape a été le regroupement des infrastructures et des systèmes : la fermeture des bourses de valeur de province ; le regroupement chez Sicovam SA du traitement des titres courts (TCN...) et des titres longs, et la mise en œuvre d'un système totalement sécurisé en temps réel (RGV) ; la fermeture de la centaine de chambres de compensation de province, ainsi que de la chambre de compensation des banquiers de Paris, au moment de la centralisation en 2002 de tous les flux de paiement de détail au GSIT, devenu depuis l'unique *clearing house* française, et le leader européen dans

ce secteur d'activité, avant son remplacement par la nouvelle plateforme CORE de la société STET.

Dès lors, nos organisations et nos systèmes étaient prêts pour le passage à l'euro et la construction d'un marché financier intégré, marqué pour l'industrie du post-marché par quatre temps forts.

## La monnaie unique

Le passage à l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, a été le signal d'une recomposition sans précédent de l'industrie financière française et européenne. Les travaux actuels se situent dans la perspective de l'achèvement du plan d'action européen des services financiers (PASF) 1999-2010 lancé par la Commission européenne, et ils s'inscrivent dans la dynamique enclenchée au moment où les valeurs européennes ont commencé à coter en euros. Les changements majeurs qu'a connus depuis le post-marché français ont essentiellement été le fait des infrastructures de marché, jusque-là purement nationales, et qui sont devenues au fil des ans des intervenants majeurs en Europe. Le panorama était composé, jusque fin 1998, de la Société des bourses françaises (SBF), de sa chambre de compensation, Clearnet, et du dépositaire central français Sicovam SA. Il allait profondément évoluer au début des années 2000 avec le changement de

1. Cf. *Revue Banque* n°701, avril 2008, "Les métiers du post-marché en perpétuel renouvellement", Marcel Roncin

## 1. L'apparition de plateformes alternatives

### Des premières réalisations opérationnelles

#### Trois marchés alternatifs

##### Chi-x

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

##### TradeGate

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

##### Euro millenium

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

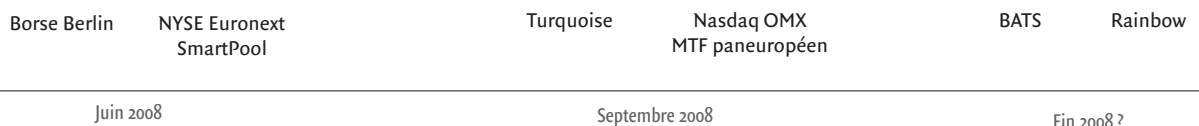
#### Une plateforme de trade reporting

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

#### Huit internalisateurs systématiques

- Deutsche Bank
- UBS
- Nordeo
- Danske Bank
- Lehman Brothers
- Credit Suisse
- ABN-Amro
- Citi

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



### Des impacts concrets

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

Source : AFTI/Equinox.

statut et d'actionariat de ces entreprises et le redimensionnement européen de leur périmètre d'activité. La SBF devenait ainsi Euronext en septembre 2000, passant du seul marché français à celui de quatre pays européens avant de franchir l'Atlantique en 2007 pour devenir NYSE Euronext, la première Bourse mondiale. Pour sa part, Sicovam SA a fusionné avec Euroclear Bank en janvier 2001, pour devenir Euroclear France, membre d'un groupe qui exerce son activité dans cinq pays d'Europe. Clearnet SA, chambre de compensation nationale, est devenue en 2001 la chambre de compensation des quatre marchés d'Euronext (Belgique / Hollande / France / Portugal) pour opérer quelques années plus tard, avec sa consœur LCH Ltd UK, un rapprochement donnant naissance à LCH Clearnet. Un semblable mouvement de consolidation était observé en Europe avec la création en 2000 de Cleastream, née du rapprochement de Cedel Banque et de la Bourse de Francfort et en 2002, la reprise du dépositaire central anglais, Crest, par le groupe Euroclear.

Ces changements sont intervenus dans un court laps de temps et ils se sont accompagnés d'évolutions remarquables en termes de technologies mises au service de leurs membres, et par là, de la clientèle finale. Ainsi, Euronext, dès 2001, a-t-il intégré les marchés français, belge et hollandais sur sa plateforme de trading NSC et

“ Des infrastructures de marché, jusque-là purement nationales, sont devenues au fil des ans des intervenants majeurs en Europe. ”

il devrait ouvrir dans les prochains mois sa nouvelle plateforme de négociation UTP (Universal Trading Platform). Euroclear France a livré avec succès les *streams 1 et 2* de sa plateforme de règlement - livraison ESES, et offrira, dès cet automne, un accès à trois pays – France, Belgique et Hollande – avant d'ouvrir sa plateforme intégrée SP qui concernera cinq pays

à l'horizon 2010. Quant à Clearnet, il a autorisé dès 2002 l'accès à sa plateforme Clearing 21 pour les valeurs mobilières de ces trois pays.

Jusqu'à une date récente, les opérations exécutées l'ont été pour l'essentiel au sein d'un même marché, limité par pays, la logique voulant qu'un même ordre soit négocié, puis compensé et enfin réglé - livré par les infrastructures nationales. Il devenait indispensable de poursuivre dans la voie d'une intégration des infrastructures post-marché à l'échelle de l'Europe.

Globalement, les principales infrastructures de marché européennes se situent à un haut niveau d'efficacité technologique, supérieur à leurs concurrents étrangers. En revanche, elles présentent, d'un pays à l'autre, des spécificités dans leur organisation, dans leurs prestations et dans leur environnement réglementaire. Cette disparité est à la fois un obstacle dans la nécessaire consolidation européenne, mais aussi une cause de surcoût s'agissant des opérations transfrontières. L'exemple de différen-

ciation cité habituellement concerne l'organisation en silo, observée notamment par la Bourse allemande, par opposition à la structuration horizontale adoptée par NYSE Euronext.

### **Le code de conduite des infrastructures de marché**

Le deuxième temps fort est la décision prise par la Commission européenne en juillet 2006 d'instaurer un code de conduite des infrastructures de marché dans l'objectif d'améliorer l'efficacité des marchés et le fonctionnement de l'industrie financière européenne. À la suite du débat sur l'opportunité d'une directive devant définir le cadre de l'intégration des activités post-marché, orientation en faveur de laquelle l'industrie financière française s'était exprimée, le Commissaire Charlie McCreevy, dans une déclaration du 11 juillet 2006, faisait le choix d'un dispositif d'autorégulation appelant à la mise en place d'un code de conduite des infrastructures de bourse, de compensation et de règlement - livraison. Ce texte a été signé le 7 novembre 2006 par les associations représentatives de ces infrastructures. Trois parties essentielles composent le code : la transparence des prix, l'accès et l'interopérabilité, et le dégroupage des services.

Pour les infrastructures, l'enjeu de cette autorégulation était double : le développement d'offres concurrentielles intéressantes, car porteuses de gains en parts de marché et la possibilité de devenir des acteurs de la consolidation en cours. Pour leurs clients s'offrait la perspective d'un choix dans chaque marché.

La mise en vigueur du code est intervenue en janvier 2008. Elle a permis la création d'un cadre concurrentiel et amélioré globalement le niveau d'information sur les tarifs.

### **Les difficultés liées à l'interopérabilité**

Cela étant, l'instauration de l'interopérabilité s'est rapidement heurtée à des difficultés héritées du passé : écarts sensibles observés d'un pays à l'autre dans les domaines juridiques et fiscaux et dans les pratiques locales, absence d'harmonisation du *risk management*...

Par ailleurs, les négociations ont été particulièrement complexes à conduire. Un certain nombre d'im-

précisions ont constitué un frein à une compréhension commune. De fait, de nombreuses demandes d'interopérabilité (82 à présent) ont été formulées par les diverses infrastructures. En majorité, elles concernaient

“ Les chantiers liés à l'interopérabilité représentent pour les infrastructures un lourd investissement, d'autant qu'aucune réalisation concrète n'a été observée à ce jour. ”

les chambres de compensation.

Les chantiers liés à l'interopérabilité représentent pour les infrastructures un lourd investissement, d'autant qu'aucune réalisation concrète n'a été observée à ce jour. Le moment est venu de faire le point. La situation est inextricable. Une évaluation de l'ensemble du dispositif paraît indispensable.

### **Une plateforme unique de règlement - livraison**

Troisième temps fort, le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème lançait, en juillet 2006, une réflexion sur l'opportunité du lancement d'une plateforme unique de règlement livraison des opérations sur instruments financiers libellés en euros, en monnaie Banque centrale. Par analogie avec le projet lancé quelques années auparavant pour les flux de montant élevés en *cash* (Target 2), il était convenu de retenir le nom de Target 2 Securities (T2S).

Décidé en 2002, le projet Target 2 a constitué une contribution essentielle de l'Eurosystème à la construction de l'Europe des marchés financiers. Conçu à partir d'une plateforme unique partagée (*single shared platform*) ce dispositif a été mis en œuvre en trois phases à partir de novembre 2007, pour servir les besoins d'échanges de flux *cash* de montant élevé, qu'il s'agisse d'opérations de politique monétaire ou d'origine commerciale. La migration s'est achevée avec succès en mai dernier.

Dès l'annonce relative à Target 2 Securities, la Place de Paris a marqué son intérêt pour ce projet dont

nous voyons bien les atouts dans la perspective de la consolidation européenne des infrastructures. Les Français jouent d'ailleurs un rôle de premier plan au sein de l'*advisory committee* de T2S. La décision définitive de mettre en œuvre cette plateforme a été prise en juillet dernier par le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème. Le démarrage opérationnel est attendu en 2013.

Se situant dans le nouveau contexte créé par Target 2 et bénéficiant des atouts du système intégré, cette future plateforme sera ouverte à tous les dépositaires centraux de la zone euro. Les utilisateurs de Target 2 Securities conserveront leurs comptes titres auprès de leur Central Securities Depository (CSD), dont l'activité notariale n'est pas remise en cause par la création de T2S. Il est attendu de cette plateforme unique une économie d'échelle pour les utilisateurs.

Cette initiative avait été précédée par le projet ESES d'Euroclear, lequel est désormais proche de son aboutissement. La Place de Paris a supporté fortement la création d'ESES, qui est la première initiative d'importance prise dans le domaine du règlement - livraison depuis le passage à l'euro. Target 2 Securities s'inscrit logiquement dans la continuité de cette démarche.

### **La mise en œuvre de la MiFID**

Le dernier temps fort est la mise en œuvre de la MiFID (ou Markets in Financial Instruments Directive) le 1<sup>er</sup> novembre 2007. Elle constitue l'un des piliers du PASF, dans la perspective de la modernisation du marché unique des services financiers européens, prévue par l'agenda de Lisbonne. Cette réforme s'annonce comme l'une des plus structurantes qui soit pour l'industrie financière. Elle vise notamment au renforcement de la protection des investisseurs et à l'accroissement de la concurrence sur les marchés de la négociation. L'une de ses principales conséquences est l'abrogation de la règle de concentration des ordres exprimés en actions, qui caractérisait l'organisation de la négociation en France, et qui se traduisait par le regroupement de l'essentiel des transactions chez Euronext. La MiFID a ainsi entériné les évolutions enregistrées dans la période

## 2. Le rôle des grandes banques internationales

### Promotion des nouvelles plateformes

■ Les grands groupes bancaires prennent des participations tous azimuts dans les nouvelles plateformes.

- Promotion de la concurrence pour encourager l'innovation et surtout la baisse des tarifs.
- Logique d'investissement diversifié à moyen terme (voire volonté de reprise de contrôle sur le métier d'exécution à plus long terme).

### Concentration de la liquidité

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

#### MOYENS

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

#### BÉNÉFICES

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

### Prises de participation des groupes bancaires dans les nouvelles plateformes (juin 2008)

	Chi-X	Turquoise	SmartPool	BCAT	BATS
Credit Suisse	●	●		●	●
Citi	●	●		●	●
Merrill Lynch	●	●		●	●
Morgan Stanley	●	●		●	●
Lehman Brothers	●				●
UBS	●	●		●	
Deutsche Bank		●		●	●
Goldman Sachs	●	●		●	
JP Morgan					●
BNP PARIBAS	●	●	●		
Société Générale	●	●			
HSBC			●	●	

### Huit internalisateurs systématiques (juin 2008)

Deutsche Bank	Nordeo
Lehman Brothers	Credit Suisse
UBS	XXX
ABN-Amro	Citi

Source : AFTI/Equinox.

récente par les marchés, où a été observée une concurrence croissante entre les entreprises de marchés nationales, ainsi que l'apparition de systèmes de négociation alternatifs, nés aux États-Unis et qui ont commencé à apparaître en Europe, tant pour les actions que pour les obligations.

Entre-temps, certains des principaux marchés boursiers mondiaux ont connu un important mouvement de concentration capitalistique (NYSE-Euronext, Nasdaq-OMX, LSE-Borsa Italiana). Plusieurs plateformes alternatives ont vu le jour depuis quelques mois, d'autres ouvriront d'ici à la fin de l'année (schéma 1), signe du dynamisme de ce secteur. Il convient toutefois de rester prudents, compte tenu de la situation observée aux États-Unis, où les marchés historiques semblent en mesure de participer à une certaine reconsolidation. Ces plateformes se signalent par une tarification agressive. Sur ce point, il est intéressant de noter que les prix pratiqués par LCH Clearnet ont baissé de près de 60 % depuis 2006 et ceux de NYSE-Euronext de 30 % sur le segment de trading haute fréquence représentant près de 10 % des volumes. Cependant, les marchés réglementés demeurent la référence et ont décidé de réagir dans le domaine tarifaire, mais aussi en élargissant leur gamme de services (internalisation systématique) et en lançant leurs

propres plateformes.

On notera, par ailleurs, le rôle des grandes banques internationales (schéma 2), dont quelques établissements français, dans la promotion des nouvelles plateformes et la concentration de la liquidité, en agissant à la baisse sur les prix et en encourageant l'innovation-produit. Elles sont, par ailleurs, présentes sur le marché de l'internalisation systématique.

La situation en 2008 ainsi que les perspectives peuvent se résumer de la façon suivante :

■ aujourd'hui, un accroissement de l'offre dans le domaine du trading, en comptant les initiatives d'internalisation à venir, et l'arrivée de nouveaux intervenants au niveau du clearing ;

■ à terme, le nombre d'intervenants dans le trading demeurera probablement élevé, dans l'attente de la réaction du marché aux nombreuses initiatives en cours. L'avenir du clearing en Europe pourrait passer par l'existence d'une seule chambre de compensation, alors que Target 2 Securities aura vocation à devenir à terme la plateforme unique de règlement livraison.

### Quels enseignements tirer ?

L'histoire dont nous sommes à la fois les témoins et les acteurs défile à grande vitesse et le dernier chapitre est loin d'être écrit. La création d'un

marché financier continental prend du temps, mais un grand nombre de réalisations sont déjà là, avec de premiers résultats appréciables quant à l'accroissement de la concurrence entre infrastructures, et à l'évolution favorable de la tarification qui a suivi, laquelle n'a sans doute pas atteint son terme si l'on en croit l'expérience américaine.

La liquidité du marché, qui reste l'apanage des marchés historiques et est donc encore concentrée, pourrait connaître, en fonction du développement des plateformes alternatives, un certain niveau de fragmentation. Dans le domaine du trading, le choix a clairement été fait de la compétition.

La réalisation de Target 2 Securities constituera un palier sans doute décisif dans la consolidation des plateformes de règlement-livraison. Dans la foulée de ce projet ambitieux, un dispositif commun à toutes les banques centrales nationales verra le jour à l'échelle européenne, en charge de la gestion des garanties de l'Eurosystème : CCBM<sup>2</sup>. Pour sa part, la France s'est dotée cette année, avec 3G (gestion globale des garanties), d'un outil qui permet aux banques une gestion unifiée de leur collatéral touchant leurs refinancements auprès de la Banque de France.

Il restera à régler la question du positionnement de la compensation. L'AFTI milite en faveur d'une chambre de compensation des titres unique en Europe continentale. Il est à noter que la fonction de dépositaire central "notarial" n'a pas fait à ce jour l'objet de réflexions approfondies quant à son éventuelle consolidation.

La régulation de ces infrastructures en mutation – historiques et nouvelles – devra sans doute être réexaminée en fonction du nouveau paysage qui se construit sous nos yeux. Manifestement, les schémas opérationnels actuels ne sont pas figés. Il conviendra plus particulièrement de veiller à une harmonisation du niveau de conformité entre tous les acteurs. ■

2. CCBM : Central Bank Collateral Management.