

Les marchés financiers européens à l'heure de l'intégration

Quelles conséquences pour leurs membres ?

Le rapprochement des bourses européennes offre de nouveaux avantages aux investisseurs comme aux émetteurs. Il permettra des économies d'échelle à tous les niveaux tout en renforçant la concurrence entre les membres des différentes places. La localisation du point d'accès au marché unique devient un enjeu essentiel.

Robert Raymond
Président
*Association française
des entreprises d'investissement*
Président de CPR

■ La presse se fait, depuis des mois, l'écho des tractations orageuses entre les bourses, entreprises gérant les marchés organisés, et plus récemment des intentions exprimées par les gouvernements européens d'harmoniser plus avant les règles en vigueur. La surprise,

pour les professionnels, n'est pas que soudain ces faits surviennent ; c'est plutôt que le marché unique ne soit pas déjà réalisé. Il était en effet annoncé par l'Acte unique européen signé le 28 février 1986 qui promettait l'effacement des frontières à partir de 1993. Il

devait suivre immédiatement l'adoption de l'euro comme seule monnaie pour onze (et bientôt douze) Etats, car une monnaie ne peut logiquement avoir qu'un marché, et le compartimentage de ce dernier en réduit inévitablement l'efficacité.

L'intégration en marche

Le secteur des activités financières est donc aujourd'hui soumis en Europe à une logique d'intégration. Cette logique a trois points d'application :

- le premier concerne le cadre législatif et réglementaire général, résultant de l'effort d'harmonisation législative entre Etats membres de l'Union européenne (qui est plus large que la zone euro) et notamment de la transposition des directives de la Commission européenne. Il n'existe en fait aujourd'hui qu'une seule directive sur les services d'investissement, mais d'autres sont en préparation ;
- le deuxième domaine est celui de l'application de ces règles, de leur interprétation et des règlements pratiques édictés par les organes chargés de régir et surveiller le fonctionnement quotidien des marchés.

Dans les deux cas précités, la puis-

sance publique est appelée à jouer un rôle essentiel. En France, le gouvernement s'apprête à fusionner la Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers. A l'échelle européenne, un comité des sages présidé par Alexandre Lamfalussy a pour mission d'indiquer les mesures essentielles à prendre pour harmoniser les règles de fonctionnement des marchés ; en outre, les régulateurs des pays membres coopèrent au sein de FESCO pour s'entendre sur des interprétations communes ;

- le troisième aspect de l'intégration du marché européen des capitaux est du ressort de l'initiative privée. Il consiste en une uniformisation progressive des systèmes qui constituent l'infrastructure de la négociation, de la compensation et du règlement-livraison. C'est ainsi qu'on voit les bourses (marchés organisés) de Francfort et

Londres tenter, jusqu'à présent sans succès, de se rapprocher, puis celles d'Amsterdam, Bruxelles et Paris s'unir dans Euronext le 22 septembre dernier, ou bien certains déposataires fusionner.

A cela s'ajoutent les initiatives prises par certains opérateurs en vue de constituer des plates-formes paneuropéennes : pour ne prendre que ces exemples, on citera Jiway, mis sur pied par OM Group et Morgan Stanley, ou encore, plus récemment, PrimeAccess lancée par Goldman Sachs.

L'intégration du marché européen des capitaux peut au surplus être perçue comme un effort d'application régionale du processus général de globalisation du marché mondial. C'est ainsi qu'Euronext, première étape réussie d'intégration européenne, est aussi le point de départ d'un réseau interconnecté plus large qui pourrait regrouper l'Europe, le New York Stock Exchange et les bourses

d'Australie, de Hong-kong, Tokyo, Toronto, Mexico et Sao Paulo.

Ces rapprochements répondent à une forte volonté des utilisateurs. Aux investisseurs, l'intégration des marchés offre un accès à davantage de produits

à moindre coût, ainsi qu'une liquidité accrue. Aux émetteurs, elle donne accès à un marché plus large au prix de formalités simplifiées. Pour les intermédiaires, l'intégration des marchés est synonyme d'un élargissement de la

gamme des services offerts à un moindre coût à la clientèle. Aussi le processus d'intégration aujourd'hui mené par les entreprises de marché en Europe est-il pleinement soutenu par les professionnels.

Les conséquences pratiques liées à l'intégration des systèmes

L'intégration des systèmes, qui peut porter, selon les projets, cumulativement ou non sur les systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison, emporte un ensemble de conséquences communes aux trois fonctions, ainsi que des conséquences spécifiques à chacune d'elles.

1. Des économies d'échelle résulteront de l'intégration des systèmes de négociation, de compensation, et de règlement-livraison du fait :

- **de la mise en place de conditions de membership unifiées**, source d'économies à la fois en termes de démarches administratives et de coûts d'installation ;
- **de la standardisation des règles** de négociation, de compensation et de règlement-livraison, alors qu'à l'heure actuelle chaque système dont l'intermédiaire est membre obéit à des règles particulières ;
- **de la mise en place de plateformes techniques unifiées**, qui présente un double avantage. En premier lieu, les intermédiaires tireront profit de la substitution d'une seule architecture technique et d'un seul protocole de communication aux différents outils actuellement nécessaires pour dialoguer avec chacun des systèmes. En second lieu, ils bénéficieront de la mise en commun des investissements nécessaires à l'adaptation de cette plate-forme aux évolutions techniques ou aux nouveaux besoins des membres.

2. S'agissant des conséquences spécifiques liées à l'intégration des systèmes de négociation, celle-ci devrait conduire à l'apparition d'un carnet d'ordres plus achalandé puisque les valeurs auparavant cotées de façon distincte sur différents marchés seront toutes rassemblées sur un même écran de négociation. Précédemment, le membre d'un marché qui souhaitait traiter des instruments financiers cotés sur un autre marché devait soit passer par un membre de ce marché, soit en devenir

membre lui-même. La mise en place d'un carnet d'ordres unique aura également un **impact positif sur la liquidité** dans la mesure où les valeurs de ce carnet pourront être recommandées à leurs clients par un plus grand nombre d'intermédiaires. Ceux-ci pourront également intervenir plus facilement pour compte propre.

3. L'intégration des systèmes de compensation doit quant à elle permettre une optimisation des fonds propres des intermédiaires. Il convient en effet de rappeler que le dispositif des chambres de compensation, élément majeur de la sécurité des transactions opérées sur les marchés financiers, repose sur les garanties que les chambres de compensation appellent au

«L'enjeu est décisif en ce qui concerne les systèmes de compensation et de règlement-livraison plus encore que la négociation. C'est à ce niveau que se situent les économies les plus importantes à réaliser.»

près de chacun de leurs adhérents à proportion du solde net des engagements qu'ils prennent envers elles, les adhérents utilisant un mécanisme similaire dans leurs relations avec leurs propres clients. Pour les intermédiaires qui réalisent des opérations sur plusieurs marchés, ce mécanisme implique l'immobilisation, auprès de chaque chambre de compensation concernée, des sommes nécessaires à la constitution des appels de marge et de garantie correspondant à leurs opérations. L'intégration des systèmes de compensation conduira donc à une réduction des sommes immobilisées,

le solde calculé par la chambre de compensation résultant de l'ensemble des opérations réalisées par tous les intermédiaires sur un système unique.

4. De l'intégration des systèmes de règlement-livraison devrait découler une plus grande fluidité des opérations de transfert de titres ou de fonds **et des réductions de coûts très significatives**. Pour la plupart, ces opérations sont aujourd'hui difficilement automatisables. Elles sont source d'erreurs et font peser des risques de suspens sur les intermédiaires. Elles demandent par conséquent un suivi attentif tout en induisant des coûts non négligeables de back-office. En outre, ces opérations ne sont possibles qu'au prix de délais de transfert qui contrarient l'optimisation de leurs ressources par les donneurs d'ordre.

L'enjeu est décisif en ce qui concerne les systèmes de compensation et de règlement-livraison plus encore que la négociation. C'est à ce niveau que se situent les économies les plus importantes à réaliser. C'est là que l'on trouve le plus de «frottements» à supprimer. L'existence de différents systèmes de compensation et de règlement-livraison, aux possibilités d'interconnexion limitées voire inexistantes, constitue en particulier un frein à la réalisation des opérations transfrontières : frein économique par les coûts supplémentaires qu'elle engendre, frein technique par l'obstacle à la fluidité du dénouement de ces opérations. Or, l'avènement de la monnaie unique ayant contribué à faire tomber les barrières au sein de la zone euro, la demande pour la réalisation de telles opérations s'accroît fortement.

Le bénéfice des économies d'échelle intéresse autant les donneurs d'ordre que les intermédiaires, ceux-ci devant en repercuter les effets sur leurs clients en raison de la concurrence.

Unification des systèmes

	Conséquences	
Unification des systèmes de négociation	Unification des systèmes de compensation	Unification des systèmes de règlement-livraison
Réduction des coûts	Réduction des coûts	Réduction des coûts
Standardisation des règles	Standardisation des règles	Standardisation des règles
Plate-forme technique unifiée	Plate-forme technique unifiée	Plate-forme technique unifiée
Conditions de membership unifiées	Conditions de membership unifiées	Conditions de membership unifiées
Carnet d'ordres plus achalandé	Optimisation des fonds propres	Réduction des délais
Davantage de liquidité		Réduction des risques

Défis à relever par les intermédiaires

- Faire face à une accentuation de la concurrence.
- Prendre position sur la localisation des points d'accès aux différents systèmes.
- Mettre en place des équipes d'analyse et de vente sachant assurer le suivi du plus grand nombre de valeurs figurant sur le carnet d'ordres.

Des éléments supplémentaires à prendre en considération

L'intégration des marchés va, en effet, de pair avec l'accroissement de la concurrence. S'agissant d'Euronext par exemple, les membres français seront désormais en concurrence directe avec les membres belges et hollandais. Ce facteur doit toutefois être relativisé puisque, à l'augmentation du nombre d'acteurs correspond corrélativement l'élargissement de la gamme de produits que chacun de ces acteurs peut traiter. En outre, l'intégration du système incitera des acteurs encore absents des marchés concernés, en particulier en raison du coût lié à leur fragmentation, à s'y installer en qualité de membres.

L'intégration conduira aussi les membres du marché à **mettre en place les équipes aptes à suivre le nombre accru de valeurs figurant sur le carnet d'ordres**. L'impact devrait cependant être modéré, puisqu'un certain

nombre d'acteurs ont déjà une capacité paneuropéenne, qu'il s'agisse d'acteurs de dimension européenne ou mon-

«L'intégration des marchés soulève des questions de nature stratégique. Pour les groupes membres de chacun des marchés se pose la question de la localisation de leur point d'accès au marché unique.»

diale, ou d'intermédiaires de taille plus modeste ayant noué des partenariats avec des acteurs implantés sur d'autres marchés.

Enfin, l'intégration des marchés soulève **des questions de nature stratégique**. Pour les groupes membres de chacun des marchés destinés à être intégrés se pose la question de la localisation de leur point d'accès au marché unique. Cette question, qui ne doit pas être confondue avec celle de la localisation de la relation clientèle, sera résolue en fonction de différentes considérations. Des critères tels que l'environnement fiscal, légal et réglementaire propre à chaque centre financier seront certainement pris en compte. Ces critères seront d'ailleurs déterminants dans le choix que feront les nouveaux entrants quant à la localisation de leur point d'accès au système de marché, choix qui pourra être assorti de l'utilisation du passeport européen pour organiser la relation avec leur clientèle

Les difficultés qui subsistent

Ce dernier point conduit à souligner les difficultés qui subsistent en raison de **l'absence d'harmonisation en Europe des conditions d'activité des membres de marché** autres que celles maîtrisées par les opérateurs de systèmes que sont les entreprises de marché, les chambres de compensation ou les maîtres d'œuvre des systèmes de règlement-livraison. L'ensemble des règles du jeu reste encore à unifier. Le recours à des directives européennes présente les inconvénients majeurs d'être

lent et de ne pas toujours donner lieu à la même transposition dans la réglementation de chacun des Etats membres.

Mais nul doute que l'intégration même des systèmes, et en particulier celle entreprise au sein d'Euronext, constitue un «accélérateur» de l'harmonisation des réglementations nationales en Europe. Faute d'action en ce sens à brève échéance, des différences trop importantes dans **l'environnement réglementaire et fiscal** des membres d'un même réseau pourraient conduire à des déloca-

lisations vers les centres financiers où l'environnement sera le plus accueillant.

Faut-il pour autant qu'il n'y ait plus à terme qu'un système parfaitement intégré en Europe ? En matière de négociation, l'exemple américain montre que plusieurs marchés peuvent cohabiter, surtout dans la mesure où ils se spécialisent dans des opérations de nature différente. A l'opposé, la situation aux Etats-Unis en matière de systèmes de compensation et de règlement-livraison montre les efforts restant à accomplir en Europe. ●