

Intégration du marché financier en Europe

POUR UNE PLUS FORTE HARMONISATION DES RÈGLES ET DES PROCÉDURES



**ALAIN
CLOSIER**
Directeur du
Métier Titres
Société
Générale

Les autorités européennes ont pris des initiatives en faveur de l'intégration des infrastructures de post-marché. Leur portée reste pour l'instant mesurée, compte tenu du manque d'harmonisation des règles et procédures des marchés financiers. C'est dans ce domaine que les autorités européennes et l'industrie devront s'impliquer en priorité.

Jusqu'en 1999, les marchés financiers d'Europe étaient uniquement domestiques. C'est à partir du début des années 2000, et à la suite du passage à l'euro, que la consolidation transfrontalière des infrastructures de marché européennes a été lancée. Les premières années ont été dominées par une dynamique capitaliste visant à consolider le secteur au travers de fusions et acquisitions, et conduite le plus souvent à l'initiative des Bourses. Les projets conduits par Euronext en sont la meilleure illustration. Après 2003, et jusqu'aux récentes opérations de rapprochement que sont le rachat de Borsa Italiana par le LSE ainsi que la reprise du Nordic CSD par Euroclear et qui semblent relancer cette première dynamique, la consolidation du secteur était en panne.

Fort de ce constat, et estimant que les progrès réalisés vers l'intégration des marchés financiers n'étaient pas suffisants, les autorités européennes ont pris, dernièrement, des initiatives en faveur de l'harmonisation des règles et des processus, d'une

meilleure transparence des acteurs et de l'intégration des infrastructures de marché :

- identification et levée des principaux obstacles juridiques, fiscaux et techniques qui s'opposaient aux investissements transfrontaliers (les quinze barrières Giovannini) ;
- définition des standards SEBC - CESR ;
- harmonisation de la législation avec la directive MiFID ;
- mise en place du Code de conduite pour les infrastructures de marché afin de favoriser une concurrence plus efficace entre ces dernières ;
- lancement du projet T2S (Target 2 Securities), initiative de la BCE visant à mettre en place une plateforme de règlement - livraison des titres pour tous les dépositaires centraux de la zone euro.

Beaucoup d'efforts, mais des résultats encore insuffisants

Concernant la levée des barrières Giovannini et l'instauration des normes SEBC - CESR, et malgré les

efforts déployés, peu de résultats ont été obtenus à ce jour. Le Code n'a eu jusqu'à maintenant que des effets limités sur l'industrie du post-marché et la plupart des avancées concernent principalement la transparence des prix. En matière d'accès et d'interopérabilité, plus de 80 demandes de lien ont été adressées mais, du fait d'obstacles de différentes natures, aucun d'entre eux n'a encore pu être mis en place. Il semble que nous soyons, de ce point de vue, au moins temporairement dans une impasse.

L'essentiel des évolutions qu'ont connues les secteurs de la négociation et du post-marché en suite des initiatives publiques sont le fait de la MIF. La directive a créé une dynamique de marché en harmonisant une partie de la législation et en favorisant la concurrence.

En éliminant les différentes règles de concentration qui exigent que les valeurs soient exclusivement négociées sur les marchés réglementés domestiques, la MIF a introduit le concept de plateforme multilatérale de négociation (MTF) et, depuis un

an, des plateformes alternatives sont entrées en concurrence avec les marchés réglementés. Sur la base des statistiques diffusées par différentes sources, il est clair que la fragmentation de la liquidité devient une réalité et que cette tendance devrait probablement se poursuivre, compte tenu de l'arrivée de nouveaux entrants. Reste à savoir quel sera le degré de cette évolution.

La MIF est ensuite à l'origine d'une première étape vers l'accès et l'interopérabilité qui permettront aux lieux d'exécution de choisir la contrepartie centrale (CCP) et le lieu de règlement - livraison. Le Code de conduite a pour but d'élargir cette possibilité à l'ensemble des infrastructures. Pour l'instant, et pour des raisons pratiques, seule la compensation est réellement concernée.

Le risque d'un spaghetti network

Idéalement, les nouvelles plateformes de négociation post-MiFID auraient dû favoriser le recours aux CCP traditionnelles, telles que LCH, Clearnet ou Eurex. Malheureusement,

“ En matière d'accès et d'interopérabilité, plus de 80 demandes de lien ont été adressées mais, du fait d'obstacles de différentes natures, aucun d'entre eux n'a encore pu être mis en place. ”

il apparaît qu'elles ont privilégié une série d'offres de services nouvellement constituées telles qu'EMCF (Fortis) ou EuroCCP (DTCC) et que d'autres acteurs majeurs se sont engagés publiquement à fournir un service de CCP "privé" à destination des MTF ou des internalisateurs. L'arrivée de ces nouveaux services alternatifs a relancé le débat sur les tarifs des services de compensation. Mais pour évaluer le coût réel de l'accès à une CCP et dans l'optique de comparer les niveaux de prix, il est nécessaire de clairement comprendre le *business model* proposé par les nouvelles CCP, d'identifier l'ensemble des coûts effectivement facturés, y compris les frais de com-

pensation et de règlement - livraison, d'évaluer le niveau de service fourni, notamment en matière de garanties offertes par la CCP, et finalement de prendre en compte tous les coûts de friction induits par le routage des flux de compensation de titres qui ne transitent plus par les anciennes CCP. Notre expérience récente avec l'un de ces nouveaux fournisseurs a prouvé combien cette affirmation était vraie. Il faut, par ailleurs, garder à l'esprit que le déploiement de liens d'interopérabilité entre CCP tel qu'il est recommandé par le Code de conduite, favoriserait la multiplication de ces coûts additionnels en favorisant l'apparition d'un spaghetti network.

Les apports de Target 2 Securities

Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions sur le projet T2S et ses impacts, sa date de lancement restant assez lointaine. Néanmoins nous pouvons déjà anticiper que, dans le cas où la BCE parviendrait à mettre en place la plateforme, l'organisation du post-marché en sera profondément modifiée et homogénéisée. Avec le projet T2S, toutes les transactions deviendront domestiques et ainsi sécurisées, et les opérations cash et titres seront traitées dans un même environnement par l'Eurosysteme.

Le processus de règlement - livraison sera centralisé et simplifié. Simplifié pour autant que les travaux d'harmonisation des règles et processus aient fait partie intégrante du projet, comme cela a été le cas pour Euroclear. En ce sens, le projet T2S doit être considéré comme un catalyseur d'harmonisation.

La centralisation du processus de règlement livraison ne mènera pas en elle-même à la consolidation des CSD. Mais elle facilitera une nouvelle concurrence dont devrait découler, après un certain temps, un mouvement de consolidation.

Complexité et incertitude à court terme

Cependant, cette perspective paraît lointaine et il semble évident que le paysage du post-marché des années à venir restera marqué par la complexité et l'incertitude. Quelle est en effet la situation actuelle des secteurs

de la négociation et du post-marché en Europe, suite aux initiatives des huit dernières années décrites précédemment ?

Malgré les efforts considérables déployés tant par les acteurs privés que publics pour constituer le paysage actuel des infrastructures de marché, le marché européen reste extrêmement fragmenté et organisé autour de pôles géographiques. Cela révèle les limites des initiatives en cours, entre autres parce que l'harmonisation, l'un des vecteurs les plus puissants d'intégration, requiert des projets communs afin que puissent être réalisés de réels progrès, ainsi que l'illustre le projet Euroclear de plateforme unique, ESES et SP. L'intégration du marché financier européen nécessite une plus forte intervention des autorités européennes, ce que la BCE a bien compris.

Le niveau de coût très élevé lié aux transactions transfrontalières n'a pas encore été réduit, mis à part dans la zone Euronext où ce type d'opérations disparaîtra à la fin de l'année 2008, grâce au lancement par Euroclear de la phase 3 d'ESES.

Enfin, des axes de consolidation transatlantiques sont apparus là où tous appelaient de leurs vœux un marché européen intégré, ce qui conduit à envisager un scénario alternatif à une pure consolidation des infrastructures de marché européennes. Il s'agit notamment des fusions des marchés réglementés (NYSE - Euronext, Deutsche Börs - ISE (International Stock Exchange), Nasdaq - OMX), de l'apparition dans le paysage de la négociation de nouveaux lieux d'exécution appartenant à des intérêts américains, et de l'annonce des ambitions de DTCC pour la compensation des marchés européens.

Dans le contexte actuel, il est difficile de prévoir quelle sera l'évolution des secteurs de la négociation et du post-marché dans les années à venir. Les initiatives actuelles ne permettront pas d'atteindre, ou difficilement et plus lentement, les objectifs qui les ont motivées. Elles semblent mal orientées et pourraient entraîner, au moins dans un premier temps, une fragmentation et une complexité croissante à tous les niveaux de la chaîne de valeur. Ainsi, le besoin d'intermédiaires se fera probablement plus insistant, compte tenu

de leur capacité à gérer des environnements multiples, ce qui ne sera pas sans conséquence sur les coûts supportés par les investisseurs.

Les limites des initiatives européennes

Par ailleurs, le maintien d'un fort degré de fragmentation des infrastructures du post-marché alors que se développent les axes de consolidation transatlantique ne paraît pas favorable à l'instauration d'un dialogue équilibré avec les acteurs américains.

Le problème essentiel tient au fait que la cible visée n'a pas été préalablement clairement définie et partagée. Après avoir omis cette étape fondamentale, les autorités européennes ont lancé différentes initiatives, développant deux approches différentes et contradictoires. La Commission européenne a favorisé une approche libérale considérant qu'une juste concurrence entre les infrastructures de marché devrait

mener à "l'autorationalisation" des secteurs de la négociation et du post-marché. La BCE a adopté une approche plus régalienne en promouvant, sans la rendre obligatoire, une cen-

“ L'intégration du marché financier européen nécessite une plus forte intervention des autorités européennes, ce que la BCE a bien compris. ”

tralisation partielle des dépositaires centraux qui devait faciliter l'harmonisation du marché et la consolidation des CSDs. Cette contradiction a introduit du flou concernant le but poursuivi et a estompé les frontières entre les infrastructures et les utilisateurs. Il serait sans doute temps de revoir la problématique dans son ensemble.

Favoriser la concurrence entre les infrastructures ne peut raisonnablement conduire à la consolidation. La route vers la construction d'un marché financier européen intégré, puissant et compétitif sera longue et difficile. Afin d'atteindre cet objectif, des priorités semblent essentielles : tout d'abord, accélérer l'harmonisation du cadre réglementaire et fonctionnel des titres de l'Union européenne par une intervention réglementaire, dans la perspective de la mise en place de T2S. Rien ne peut aboutir dans ce domaine sans harmonisation ; concernant les initiatives publiques, il faut définitivement faire un choix entre les deux approches actuelles en favorisant celle qui vise à la simplification et à la consolidation. Sur cette base, il convient alors de dessiner une cible organisationnelle claire et définissant précisément le rôle des différents intervenants. ■



DICTIONNAIRE BANCAIRE, ÉCONOMIQUE & FINANCIER – FRANÇAIS-ANGLAIS
BANKING, ECONOMICS & FINANCE
DICTIONARY – FRENCH > ENGLISH
Jean-Michel Cicile, 70 euros

NOUVEAU

Avec plus de 20 000 entrées, dans le domaine bancaire, financier et économique, le dictionnaire que vous avez entre les mains est un ouvrage unique.

Issu de la réunion de deux ouvrages de référence la Terminologie anglais-français et la Terminologie français-anglais, le Dictionnaire bancaire, économique & financier s'est enrichi de nouveaux concepts liés à l'actualité, en particulier :

- La gestion alternative
- Les nouveaux instruments de crédit
- La titrisation
- La réglementation bancaire internationale
- Les normes comptables
- La crise des *subprimes*

Ce dictionnaire répond au degré d'exigence des traducteurs professionnels de la banque et de la finance ainsi qu'à celui du monde universitaire.

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance