

# Le manque de visibilité inquiète les utilisateurs



**MARIE-THÉRÈSE  
AYCARD**

Associé

**Eurogroup**

## ***L'harmonisation des infrastructures des systèmes de place en Europe***

*ne présente pas que des avantages. Bien que les utilisateurs soutiennent cette démarche, nombre d'entre eux s'interrogent sur les coûts de sa mise en place et les conséquences des solutions mises en œuvre.*



**PIERRE MONTEILLARD**

Associé

**Eurogroup**

**L**ES MARCHÉS FINANCIERS ET les infrastructures post-marchés connaissent depuis de nombreuses années des évolutions visant à accroître la sécurisation, à favoriser l'expansion des marchés européens, à simplifier les modalités d'échanges. Après dix ans de regroupements domestiques des bourses et des systèmes de règlements-livraison, d'émergence des chambres de compensation, les évolutions en cours ont changé d'échelle, affichant désormais une échelle européenne et non plus une échelle domestique. Cet état de fait explique l'ampleur des nouveaux projets, avec une dimension « usages, réglementations, aspects juridiques et fiscaux » hétérogène selon la provenance géographique des acteurs.

Il faut tout d'abord s'intéresser essentiellement aux émetteurs et aux investisseurs, les autres acteurs étant intermédiaires au service de ces deux derniers. Il faut toutefois les distinguer : autant les émetteurs ont manifestement un réel besoin vis-à-vis d'infrastructures européennes, autant ce n'est

pas véritablement le cas de tous les types d'investisseurs. Ainsi, pour les émetteurs, la priorité est de placer les titres de leur société le plus largement possible, au sein de l'Europe, voire plus loin encore. Ils doivent aussi pouvoir intervenir dans un marché unique, ou au moins sur des marchés homogènes en termes de règles. On en est encore loin, et nombre d'émetteurs se retirent de certaines cotes pour privilégier une cotation à New York. En ce qui concerne l'investisseur, celui-ci doit avoir accès à la gamme la plus large possible de titres, avec des règles fiscales similaires, et tout au moins compréhensibles, et des coûts non prohibitifs. Force est de constater que l'essentiel des investisseurs reste investi en titres domestiques (95 à 98 % des ordres sur OPCVM en France, jusqu'à 98 % des ordres de bourse dans certains réseaux bancaires). Si cette situation existe, c'est avant tout le fait d'une méconnaissance des valeurs étrangères. L'intensité du besoin d'ouverture internationale, qui est le fondement de toutes les actions

d'harmonisation, reste douteuse. Au moins, il est juste de préciser que cela n'intéresse que les investisseurs professionnels.

#### **LES BESOINS DES INTERMÉDIAIRES**

De leur côté, les intermédiaires expriment un besoin majeur d'accès aux infrastructures de l'ensemble du marché. Pour pouvoir traiter sur l'ensemble du marché européen, ils souhaitent que le nombre des infrastructures se réduise massivement et que leurs règles de fonctionnement s'harmonisent. Autant que la traduction d'un besoin « client », leur motivation doit s'analyser comme la condition leur permettant de se concurrencer entre eux plus fortement, et la voie centrale vers le développement de leur marché. Cependant, alors même qu'ils font partie des principaux demandeurs de cette

construction, ils craignent que celle-ci ne nécessite des investissements trop importants.

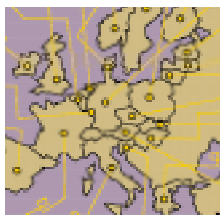
- **Le transmetteur d'ordres** apporte de la valeur à ses clients en pouvant adresser les ordres de façon sécurisée, en STP (*Straight-Through Processing*), à moindre coût, quel que soit le marché sélectionné. Au-delà de son marché domestique et des États-Unis, le transmetteur d'ordres souhaite couvrir toutes les bourses européennes. La faiblesse

**“ Bien que les intermédiaires fassent partie des principaux demandeurs de la construction des infrastructures, ils craignent que celle-ci ne nécessite des investissements trop importants. ”**

des volumes sur ces marchés et le caractère domestique de la distribution des titres restent toutefois des freins importants à tout investissement.

- **Le *broker*** effectue en toute sécurité, dans l'intérêt de ses clients, les négociations sur le marché sélectionné, et choisit, au mieux de son intérêt, la structure de compensation la plus appropriée.
- **Le compensateur** concentre le maximum d'opérations face à une même chambre de compensation, apporte de la valeur à ses clients négociateurs purs, maîtrise son risque et choisit les processus de règlement-livraison en fonction des dépositaires centraux cibles.
- **L'acteur règlement-livraison** est en mesure de communiquer facilement et de façon homogène avec l'ensemble des dépositaires centraux, et de limiter autant que faire se peut les processus de « re-livraisons » lourds en termes de temps et générateurs de risques et de coûts inévitablement refacturés aux clients.

“ Malgré toutes les discussions en cours, les harmonisations ne sont pas pour demain. ”



- **Le conservateur teneur de compte** sauvegarde les stocks de ses clients quelle que soit l'origine des actifs, et apporte tous les services juridiques et fiscaux de la façon la plus éclairée et transparente possible.
- **Le gestionnaire** se concentre sur la sélection des valeurs, en s'affranchissant autant que faire se peut des particularités de marchés et d'infrastructures post-marchés.
- **Le distributeur** doit avoir à la fois la gamme de produits la plus large possible à offrir et, en corollaire, atteindre une gamme de clients plus large qu'une unique gamme domestique.

Ces priorités, dont la liste pourrait être enrichie au regard des attentes des autres acteurs tels que les valorisateurs, les contrôleurs dépositaires, convergent toutes vers une harmonisation des règles. L'harmonisation juridique et fis-

cale a, certes, un intérêt évident pour la simplification des processus, mais au-delà, les acteurs attendent une harmonisation des infrastructures marchés et post-marchés.

Au final, cette impérieuse nécessité d'harmonisation est-elle une évidence ? L'investisseur qui est inévitablement repéré par tous les acteurs de la filière pour supporter le financement de cette opération est probablement le moins concerné. Qui lui demande s'il est prêt à payer ce projet pharaonique ?

### VERS UN PROCESSUS INTÉGRÉ ?

Les infrastructures de marchés et post-marchés regroupent les marchés, les chambres de compensation, les systèmes de règlement-livraison et les dépositaires centraux et internationaux. En l'état des idées de la Commission européenne, l'harmonisation et la consolidation de l'ensemble de ces infrastructures sous-entendent, pour les utilisateurs, un libre choix d'accès et une saine concurrence au sein de chaque catégorie d'infrastructure. Cela présuppose également que ce soit les infrastructures absorbantes qui payent (et donc décident) des investissements, charge à elles de les financer par les synergies dégagées et par leurs clients. Ce concept, intellectuellement séduisant, conduirait inévitablement à une concentration rapide, éventuellement préjudiciable à la saine concurrence. Pour illustration, uniquement sur le marché Euro-next, ceci implique que LCH.Clearnet, chambre de compensation, soit en mesure (quelle que soit la valeur compensée), et au choix du client du compensateur, de régler-livrer en toute sécurité l'ensemble des dépositaires centraux. Par construction, ceci implique que chaque dépositaire central soit à même de conserver lesdits titres. Un tel modèle nécessite des refontes lourdes en termes de système d'information et de protocoles d'échanges, que tous les dépositaires centraux ne peuvent engager, accélérant ainsi la concentration. Cette éventuelle situation de concentration, alliée à une possibilité de mixer des objectifs commerciaux au rôle d'infrastructure accentuerait encore le risque de ne pas

maintenir une saine concurrence. Dans le prolongement de cette perspective, les acteurs utilisateurs attendent une scission claire en termes de catégorie de risques acceptables par une infrastructure. Nombreux sont les acteurs qui, face à cette situation, réitérent la nécessité de recourir à un cadre de gouvernance précis, dissociant les intérêts des infrastructures des intérêts commerciaux.

Malgré toutes les discussions en cours, les harmonisations ne sont pas pour demain. En effet, faute de visibilité sur l'objet à bâtir, et de clarté sur le montant de l'investissement, l'expérience pratique devrait prouver que les coûts devraient être très élevés pour des gains escomptés très incertains, et surtout pas pour tous. En France notamment, les acteurs bénéficient d'infrastructures remarquablement efficaces, un ordre de bourse revient aujourd'hui à cinq euros et un ordre de souscription d'OPCVM à un à deux euros, contre deux à dix fois plus dans nombre de pays proches. L'harmonisation européenne devrait dégrader très fortement ces coûts de production. Les investisseurs et leurs représentants, les gestionnaires d'actifs et les distributeurs ne tarderaient pas à réagir devant des investissements qui non seulement ne rapporteraient pas mais qui dégraderaient l'exploitation.

#### **UNE ATTENTE D'HARMONISATION AU SERVICE DU BUSINESS**

Comme les projets d'évolution des infrastructures, les groupes bancaires sont désormais à minima européens et croisent les intérêts des *business lines* aux intérêts géographiques des filiales et succursales. Plusieurs interrogations se posent : comment harmoniser les accès aux marchés et limiter les *memberships*, comment pouvoir attribuer les fonctions de la chaîne titres à différents pays, en préservant les intérêts des *business lines* ? Ces sujets conduisent à des choix stratégiques structurants, qui ne peuvent être mis en œuvre qu'en fonction des évolutions effectives des infrastructures et de la législation. Tant les acteurs utilisateurs, que leurs prestataires informatiques sont amenés aujourd'hui à décider des investissements

lourds sans avoir toutes les garanties de la pérennité des solutions mises en œuvre. Le besoin de visibilité sur le calendrier des réformes est fort. Pour autant, même si les places ont considérablement évolué depuis vingt ans, les projets à venir ne cessent d'être décalés et manquent cruellement de précisions quant à leurs déclinaisons.

**“ Même si les places ont considérablement évolué depuis 20 ans, les projets à venir ne cessent d'être décalés et manquent de précisions quant à leurs déclinaisons. ”**

Les acteurs utilisateurs attendent de l'harmonisation, et des projets qui s'y rapportent, une contribution à leur business. Tout projet tendant à réduire les coûts des échanges transfrontaliers, à fluidifier les processus, et à rendre plus attractifs les marchés européens est bien évidemment plébiscité par la profession. Pour illustration, la dernière DSI (*voir article suivant*), avec la possibilité d'internaliser les ordres, contribue à un projet à vocation business. Aussi certains établissements s'y intéressent de très près. Pour autant, certains freins subsistent encore, tenant particulièrement à l'impact de telles évolutions sur les *business plans* de certaines entités de la chaîne titres.

D'autre part, la volonté louable de défendre l'investissement impose des contraintes telles que la mise en pratique de nouvelles réformes est extrêmement difficile.

En complément, une grande vigilance est apportée aux réformes visant à renforcer les contraintes de plus en plus fortes relatives au *reporting* réglementaire, aux règles prudentielles et aux exigences de fonds propres corrélées aux risques. Les acteurs utilisateurs soutiennent une harmonisation au service du business, mais craignent une harmonisation exagérément bureaucratique. ■