

# A la recherche d'une future infrastructure européenne du post-trading

Si les banques ont leurs chantiers informatiques internes, les infrastructures de place sont également en pleine évolution : ainsi la fusion des chambres de compensation est un pas important vers une nouvelle architecture européenne des activités post-marchés.

L'annonce de la prochaine fusion des deux chambres de compensation LCH et Clearnet est un pas important vers une nouvelle architecture européenne du *post-trading*. Le dernier rapport du Groupe Giovannini, sorti en avril dernier, du nom du responsable qui a dirigé ce groupe d'experts, met d'ailleurs en exergue les diverses architectures cibles possibles. Au cours du premier rapport, le groupe avait identifié de manière exhaustive les différentes barrières qui s'opposaient à l'harmonisation européenne des règles en matière de *post trading*, et donc contribuaient à maintenir les coûts élevés des opérations transfrontalières. Ce deuxième rapport faisant suite à un questionnaire destiné aux établissements financiers, organismes de place, de régulations, chambres de compensation, centrales de règlement/livraison, ... est consacré d'une part, à la stratégie à adopter pour lever ces barrières (avec planning à l'appui) et d'autre part, à la mise en perspective de modèles cibles d'infrastructures du *post-trading*.

Nous retraçons ici les éléments clés de ce rapport ce qui permettra, nous l'espérons, une prise de connaissance et de conscience des différents enjeux qui se préparent.

## Un certain nombre d'obstacles...

Il existe de nombreux obstacles à l'efficacité des opérations transfrontalières de règlement/livraison. La mise en lumière des quinze barrières qui contraignent les activités post-marché, fait ressortir trois catégo-

ries : des barrières techniques (processus, systèmes d'information...) et/ou liées aux règles de places (au nombre de dix), fiscales (deux) et juridiques (trois). Certaines s'avèrent plus bloquantes que d'autres et elles peuvent être interdépendantes. Pour supprimer ces obstacles et offrir un environnement fiscal et juridique harmonisé dans l'Union européenne, le rapport met en exergue la nécessité : d'identifier les actions à mener, et par qui (agents privés ou publics) ; de coordonner les actions, les agents, et donc de désigner un chef de projet (organisme compétent pour piloter la levée des barrières) ; enfin d'instaurer des *deadlines* « agressives » mais réalisables (*schéma 1*).

Pour éviter un travail fastidieux et répétitif, nous ne rentrerons pas dans le détail des actions à mener par barrière. Toutefois, il est indispensable de noter que l'interdépendance des barrières permettra une réduction des efforts logistiques et des risques impliqués. Le rapport insiste aussi sur le fait qu'il faut initier simultanément les différents projets d'abolition de ces barrières. Nous pouvons évoquer les lieux de détention des titres, l'harmonisation des *cut-off & kick-off*, les protocoles de communication, les horaires des phases de *matching* et de dénouement, les règles d'opération sur titres, les règles de transfert de la propriété des titres, les pratiques de règlement/livraison intraday, ainsi que les problèmes liés à la fiscalité et au juridique des états communautaires.

## BRUNO GENTNER

Directeur de missions

OTC Conseil



## THOMAS VALIER-BRASIER

Consultant confirmé

OTC Conseil



« Il existe de nombreux obstacles à l'efficacité des opérations transfrontalières de règlement/livraison. »

Au-delà des barrières, des architectures se dessinent pour l'industrie du *clearing* et du règlement/livraison. Au regard des réflexions menées sur les activités post-marché, notamment l'amélioration structurelle de l'infrastructure, le Groupe Giovannini s'est penché sur les différents types de consolidation envisageables concernant les intervenants du *clearing*, d'une part, (« CCP ») et les intervenants du *settlement*, d'autre part (« SSS »).

### Trois modèles d'infrastructure de post-marché

Trois modèles (schéma 2) ont été envisagés pour étudier les avantages et inconvénients sur les thèmes suivants :

- diminution des prix pour les adhérents à ces organismes avec implicitement la notion de coût puisque la corrélation apparaît évidente dans un marché ;
- mise en place d'un environnement compétitif de manière à favoriser la diminution des prix et l'innovation technologique ;
- maîtrise des risques, qu'il s'agisse du risque systémique ou du risque technique de non-règlement/livraison (par exemple, au travers des *cross border*).

L'analyse des différentes infrastructures a fait apparaître qu'il n'existait pas de modèle qui répondait à l'ensemble des problématiques exposées. La consolidation outrancière

re permet effectivement des économies d'échelle substantielles, mais ne favorise ni la compétitivité, ni une parfaite maîtrise des risques. En effet, le groupe ne s'est pas contenté de réaliser une analyse figée des modèles, mais a réellement diagnostiqué la manière dont les différents acteurs réagiraient face aux modèles proposés. À titre d'exemple, dans un modèle de consolidation totale, les intermédiaires ayant accès au système de règlement/livraison seraient fortement tentés par une internalisation excessive, ce qui positionnerait le système de règlement dans un second rôle.

La double intervention d'une structure représentative de la politique économique pour la définition d'une stratégie et d'un régulateur, pour l'encadrement légal et fiscal, est nécessaire sur un tel projet. En toute logique, la principale préconisation du groupe est donc de remettre ce dossier éminemment politique entre les mains du législateur européen. Le conseil ECOFIN leur paraît être l'organe le plus représentatif pour insuffler une stratégie claire et définir ainsi une vision communautaire de l'infrastructure post-marché du Vieux continent. Pour la partie réglementaire, il est proposé de rédiger une nouvelle directive européenne, ou encore d'étoffer la dernière directive DSI.

Mais les acteurs privés ne sont pas en reste sur l'initiative : preuve en est les rapprochements de Euroclear Bank/Crest/Sicovam, la fusion Clearstream/Deutsche Borse et, très récemment, celle entre LCH et Clearnet. La chambre de compensation qui va naître de cette dernière fusion représentera bien plus des trois quarts des transactions européennes subissant un processus de *netting*. Serions-nous donc déjà engagés vers un modèle avant que le législateur ne prenne le dossier ?

Au-delà de cette problématique, ce qui intéresse les acteurs et intervenants, ce sont aussi et surtout les impacts d'une telle réforme dans les systèmes d'information et les organisations.

### Impacts des propositions du Groupe Giovannini

Sur la base des réformes proposées par ce groupe, un certain nombre d'impacts peuvent être d'ores et déjà listés. Tout d'abord, l'impact sur les intermédiaires de type dépositaire, va être le plus important car ils sont touchés par l'ensemble des barrières à lever. Lieux de détention de titres, fiscalités nationales, droits sur le transfert de propriété, règles sur les opérations sur titres, règles sur les tenues de comptes, tous ces thèmes sont

## 1. Planning d'implémentation prévisionnel pour harmoniser le marché européen du règlement/livraison

Barrières	Horizon 2 ans	Horizon 2 ans et 3 mois	Horizon 3 ans
Kick off/Cut off	●	-	-
Protocoles de communication	●	-	-
Absence d'intraday phasing	●	●	-
Délais de règlement/livraison	●	●	-
Règles sur opérations sur titres	●	●	-
Pratiques des émissions de titres	●	●	-
Lois domestiques	●	-	-
Traitement du netting	●	-	-
Absence de stratégie européenne sur le règlement/livraison	●	●	●
Restrictions sur la collecte impôts	●	-	-
Restriction sur la tenue de compte	●	-	-
Restriction sur lieu de règlement	●	●	●
Restriction sur lieu de détention	●	●	●
Restriction d'accès au système de Règlement/livraison domestique	●	●	●
Restriction de Primary dealer	●	●	●

● : phase préparatoire. ● : phase de mise en place.

autant de chapelles qui mandatent les souverainetés nationales. Le marché européen du *custody* va donc se libéraliser laissant la possibilité aux dépositaires de réaliser des échanges en direct avec les systèmes de règlement domestiques. Pour faire face à cet enjeu majeur et ainsi réaliser des économies d'échelle, rester compétitif, le marché va, à plus ou moins court terme, se consolider lui aussi. D'ailleurs les dirigeants actuels ne se trompent pas en mettant en place des réflexions stratégiques sur les métiers du règlement/livraison et on verra peut-être émerger çà et là de grandes plates-formes dédiées à cette activité...

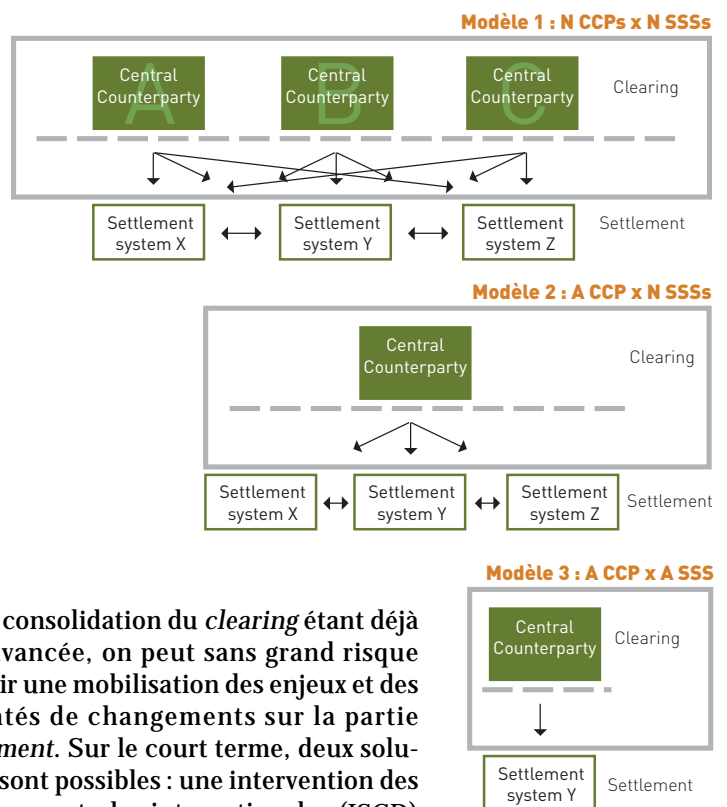
Il n'y a aucun doute non plus de la montée en puissance du métier de compensation (*netting, margin call*) car l'ouverture des marchés va pousser les intermédiaires à minimiser les risques de règlement/livraison et de contrepartie. Les chambres de compensation devront pleinement jouer leur rôle de contrepartie centrale en se portant garante des engagements des parties, et ne plus laisser de porte ouverte telle que le dénouement partiel autorisé jusqu'alors sur les transactions émanant du marché OTC.

Sur le plan des systèmes d'information chez les acteurs (qu'ils soient bancaires, dépositaires, sous-traitants, etc.), la levée de ces barrières va permettre d'améliorer le niveau STP (concept sur la fluidité des processus). En effet, nombre de barrières constituent ou induisent des ruptures de chaîne dans les systèmes d'information, à titre d'exemple on peut citer la fiscalité sur les détachements de coupon car l'imposition est différente selon les lieux de dépôts, ce qui oblige les dépositaires et banques à transférer les positions; de même les nombreuses pratiques et coutumes sur les émissions de titres rendent pratiquement impossible l'automatisation des processus associés; enfin, la fiscalité sur transaction dans certains pays se traduit par un impôt calculé en fonction du type d'agent économique de la contrepartie.

Les diversités de règles sur les titres en Europe obligent les différents acteurs à intégrer de multiples règles de gestion et données dans leurs systèmes d'information. L'harmonisation va permettre de réduire, pour une part, les données dans les référentiels; de diminuer le nombre de processus gérés dans les back-offices (a fortiori dans les systèmes). Enfin, il sera également possible d'abandonner certains traitements liés à la consolidation des données fiscales pour les diverses administrations dédiées et certains protocoles de communication propriétaires et les faire passer en norme standard Swift.

Le deuxième rapport Giovannini n'est bien entendu pas une fin en soi. Il a permis de mettre en exergue les points de blocage et un planning structuré concernant l'harmonisation des règles de post-marché. Les modèles de consolidation analysés présentent effectivement la complexité des multiples questions soulevées. Une consolidation trop poussée engendrerait une recrudescence du risque systémique, alors qu'à contrario un modèle de consolidation minimum ne favoriserait pas une réelle diminution des coûts car les frais de structure et de communication resteraient élevés.

## 2. Les trois modèles du rapport Giovannini



La consolidation du *clearing* étant déjà fort avancée, on peut sans grand risque prévoir une mobilisation des enjeux et des volontés de changements sur la partie *settlement*. Sur le court terme, deux solutions sont possibles : une intervention des grandes centrales internationales (ISCD) telles que Clearstream ou encore Euroclear qui ont tout de même une bonne longueur d'avance (reste à savoir si leurs velléités sur d'autres systèmes de règlement domestiques s'avèrent possibles); une mise en chantier rapide des propositions du rapport Giovannini 2 et donc de l'harmonisation des règles du *post-trading*, ce qui impliquerait une libéralisation du marché et ainsi ouvrirait la compétitivité entre les systèmes de règlement/livraison.

En conclusion, nul doute que les grands acteurs du marché construisent leurs schémas stratégiques au travers des futures dispositions européennes.