

Enfin, il reste à illustrer l'attractivité pour les banques, de l'option "trois parties" en cas de réduction des interchanges, et à évaluer les conséquences politiques d'une telle bascule pour le SEPA et pour les différents utilisateurs des moyens de paiement.

### UNE VOLONTÉ POLITIQUE EUROPÉENNE

Mais cette situation suggère surtout, grâce à une volonté politique européenne forte, de favoriser la disparition des incertitudes juridiques sur ces règles financières qui paralysent aujourd'hui l'industrie bancaire et

les évolutions rendues nécessaires par la constitution de l'Europe des moyens de paiement ; cette disparition requiert l'établissement d'un cadre juridique européen pour les systèmes à quatre parties portant notamment sur ces règles financières de fonctionnement. [...] ■

## POST-MARCHÉ QUEL DEVENIR POUR LES INFRASTRUCTURES TITRES EUROPÉENNES ?

À l'heure où les marchés titres se mondialisent et où les premières fusions transatlantiques de Bourse sont opérationnelles, se pose la question de la compétitivité d'infrastructures titres cash et dérivés insuffisamment intégrés au plan européen et de leur devenir.

Les marchés titres européens se caractérisent par l'existence de multiples Bourses et infrastructures de compensation et règlement-livraison, ce qui a un impact significatif sur les coûts et l'efficacité des transactions. De plus, le manque d'harmonisation des règles techniques, légales et fiscales (identifié par le groupe Giovannini) limite les possibilités d'intégration et de consolidation. À l'heure où les marchés titres se mondialisent et où les premières fusions transatlantiques de Bourse sont opérationnelles, se

pose la question de la compétitivité d'infrastructures titres cash et dérivés insuffisamment intégrés au plan européen et de leur devenir.

### LE CHOIX DE LA MISE EN COMPÉTITION EN EUROPE

Suite au manque d'accord entre les acteurs du marché (les infrastructures qui sont désormais démutualisées pour la plupart et pour certaines cotées en Bourse et leurs utilisateurs) sur un modèle cible pour l'organisation des infrastructures titres européennes ou sur le besoin de réglementer ces activités, la Commission européenne a choisi de mettre en place un certain nombre de mesures pour favoriser la compétition entre les infrastructures, avec l'objectif de faire baisser les coûts pour les utilisateurs. C'est ainsi que le code de conduite destiné à renforcer la transparence des infrastructures titres et leur interopérabilité et la directive MIF favorisant notamment l'émergence de plateformes de trading alternatives ont été mises en place. Ces réformes permettront sans doute de renforcer les conditions d'une plus forte compétition des

infrastructures dans le marché européen. Mais des utilisateurs de ces infrastructures craignent notamment que le bénéfice potentiel de la concurrence soit réduit par le coût de mise en place de liens multiples entre les infrastructures, au moins dans un premier temps, et par l'impact potentiel d'une fragmentation renforcée des marchés cash. Ils pensent qu'une plus forte consolidation devrait rester la cible avec les économies d'échelle potentielles qu'elle peut créer. Par ailleurs, une véritable mise en compétition des infrastructures suppose la levée des barrières Giovannini et une mise en place effective de liens entre les infrastructures de post-marché (le résultat des demandes de liens faites récemment par LCH Clearnet et Clearstream donnera une indication des possibilités en la matière).

### DES FUSIONS TRANSATLANTIQUES FAUTE DE CONSOLIDATION EN EUROPE

Des mouvements de consolidation ont été initiés par les infrastructures de la zone Euronext et par les infrastructures scandinaves, mais l'in-

\* Extrait de l'article "How will EU securities infrastructures evolve in globalized financial markets?"

compatibilité de cette stratégie avec le modèle d'intégration verticale choisi par de nombreuses autres infrastructures (par exemple, en Allemagne, en Italie ou en Espagne) et des désaccords sur les modes de gouvernance ont provoqué l'échec des principales tentatives de rapprochement récentes au plan européen. N'ayant pas trouvé de solution de consolidation en Europe, Euronext et OMX qui avaient initié une stratégie d'intégration horizontale avec succès se sont tournées vers les États-Unis, respectivement le NYSE et le Nasdaq. Ces rapprochements permettront sans doute d'augmenter les économies d'échelle des infrastructures concernées y compris en Europe, mais limitent les possibilités de consolidation européenne à court terme. De nombreux acteurs du marché pensent que ce mouvement transatlantique pourrait s'étendre au post-marché et certains sont préoccupés par les conséquences possibles en termes de gouvernance et de préservation des intérêts des utilisateurs européens et mettent en avant les questions de régulation et de supervision qu'il faudrait régler, à l'instar des mesures prises pour NYSE-Euronext.

#### LA QUESTION DE L'INTÉGRATION EUROPÉENNE EST RELANÇÉE

En Europe, la mise en place de la directive MIF crée un environnement favorable aux infrastructures américaines, leur permettant de concurrencer leurs homologues européennes, comme l'a montré le projet Turquoise, ainsi que l'offre remportée par DTCC sur ce projet particulier. Le développement de plateformes transatlantiques met désormais les infrastructures américaines en capacité d'offrir aux émetteurs basés aux États-Unis des opportunités complémentaires de se faire coter sur les marchés européens, et de bénéficier d'un cadre juridique et légal plus favorable. Certains

« En Europe, la mise en place de la directive MIF crée un environnement favorable aux infrastructures américaines, leur permettant de concurrencer leurs homologues européennes. »

acteurs estiment que cette évolution pourrait leur permettre de reconquérir une large part du volume d'affaires qui a pu désertir les États-Unis du fait du cadre réglementaire américain.

Des fusions à l'image de NYSE-Euronext, ou OMX-NASDAQ devraient théoriquement augmenter le volume des opportunités commerciales transatlantiques, pour les infrastructures européennes titres [2]. Mais cela pourrait s'avérer plus difficile que prévu, du fait de l'envergure insuffisante de la plupart des infrastructures européennes de transactions post-marché, en particulier si l'on compare avec le DTCC. Le récent succès obtenu par le DTCC pour s'emparer des opérations de compensation du projet Turquoise illustre bien cet avantage. Ce qui renforce la nécessité pour les infrastructures européennes de progresser vers l'intégration, en levant les barrières Giovannini et en faisant avancer l'interopérabilité, de sorte à augmenter leur compétitivité globale.

En parallèle certaines barrières juridiques ou réglementaires transatlantiques doivent également être levées, afin de garantir un cadre réglementaire équitable aux infrastructures américaines et européennes. La reconnaissance bilatérale entre le régulateur américain et certains régulateurs européens progresse. Certains pen-

sent qu'un processus de reconnaissance multilatéral entre les États-Unis et l'Union européenne doit rester à l'agenda.

#### TARGET 2 SECURITIES, UN PROGRES SIGNIFICATIF

Dans ce contexte, la plateforme Target 2 Securities (T2S) proposée par la BCE semble être la principale opportunité de consolidation à l'échelle européenne possible à court terme. La décision de lancement du projet doit être prise en 2008 pour une mise en place effective en 2013. En proposant de centraliser sur une plateforme unique l'ensemble du règlement-livraison de titres de la zone euro en monnaie Banque centrale, T2S devrait permettre de créer les conditions d'une véritable compétition au niveau du trading et de la compensation et de renforcer les économies d'échelle et la sécurité des échanges, dans la mesure où une forte majorité des acteurs du marché l'adoptent. Certains questionnent d'ailleurs l'intérêt de favoriser le développement de l'interopérabilité entre CSD au travers du code de conduite, à l'heure où T2S devrait permettre à terme une intégration du règlement-livraison d'une large partie du marché européen. Par ailleurs, T2S devrait favoriser une consolidation de certains CSD européens pour qui les revenus de règlement livraison sont significatifs. En revanche, la plateforme de la BCE n'aura pas d'impact direct sur les autres activités à valeur ajoutée des CSD (conservation, gestion des opérations sur titres, services fiscaux...) qui resteront à consolider.

#### LE CADRE JURIDIQUE DES MARCHÉS DE DÉRIVÉS

La récente décision du département américain de la Justice, autorisant la fusion entre le *Chicago Board of Trade* (CBoT), spécialisé dans l'échange de

produits dérivés et sa Chambre de compensation, CME, a remis à l'ordre du jour la question des divergences existant entre les différents cadres juridiques qui s'appliquent aux marchés de dérivés cotés, et mis en évidence la nécessité d'approcher les marchés de dérivés d'un point de vue plus global et spécifique.

Le cadre juridique actuel en matière de dérivés cotés résulte d'un certain nombre de décisions spécifiques, prises dans le cadre d'opérations de fusion ou d'acquisition ponctuelles et non d'une action concertée. Cela a provoqué certaines divergences qui nécessitent une clarification, tant au sein de l'Union européenne que sur une base transatlantique.

De nombreux acteurs ont été autorisés à intégrer verticalement leurs opérations de négociation et de compensation de produits dérivés : certains se référant à une décision particulière (comme CBoT et CME), d'autres aux décisions s'appliquant concernant l'ensemble de la Bourse (Deutsche Börse – Eurex). Simultanément, Liffe Euronext, par exemple, voit tous ses projets d'intégration entravés par des contraintes juridiques, suite à la décision de la Commission britannique à la concurrence relative à l'offre d'Euronext sur LSE. Pour l'heure, Liffe Euronext demeure le seul acteur d'envergure des marchés de produits dérivés à continuer d'opérer selon un modèle horizontal.

De l'avis de nombreux observateurs, cette question, doit impérativement être résolue, dans la mesure où elle génère une différence de traitement entre les places boursières de dérivés qui contrôlent leur chambre de compensation et celles qui n'ont qu'une relation contractuelle avec cette dernière. Sur le marché des produits dérivés, la plupart des contrats finissent par être compensés par des contrats symétriques. Cela veut dire que pour créer une nouvelle concurren-

ce il faut permettre aux Bourses d'avoir un accès aux positions ouvertes des investisseurs [3] – grâce à un accès ouvert à la chambre de compensation. La nécessité de recréer un réservoir de liquidités représente également un obstacle majeur [4]. Par ailleurs, la fusion entre CBoT et CME pourrait réduire les perspectives de concurrence sur le marché américain. Dans le cadre de la directive MIF, tout éventuel développement d'offres américaines concurrentielles sur le marché européen des dérivés cotés doit faire l'objet d'un examen attentif.

#### UNE PRISE EN COMPTE DES DÉRIVÉS AU NIVEAU EUROPÉEN

Plus globalement, les spécificités des marchés des dérivés et la dimension globale du marché n'ont pas été explicitement prises en compte aux différents niveaux de l'Union européenne, – et devraient être considérées plus attentivement dans l'avenir. Par exemple :

■ Les opérations de compensation diffèrent : les contrats dérivés ne constituent généralement pas un transfert de l'actif sous-jacent ; ce transfert intervient en général en tant que partie d'une transaction distincte.

■ Les produits dérivés sont des contrats à terme de gré à gré et les positions ouvertes impliquent une gestion permanente, susceptible de se poursuivre durant plusieurs années.

■ Les questions relevant de l'interopérabilité s'avèrent particulièrement importantes, du fait des problématiques de contrôle des positions ouvertes évoquées plus haut].

En conclusion, trois actions prioritaires sont à mener par les décideurs politiques européens pour permettre une plus grande compétitivité des infrastructures titres européennes en complément des actions déjà lancées :

■ La levée des barrières Giovannini

doit rester un objectif prioritaire pour renforcer l'harmonisation des marchés européens et permettre à terme une plus forte consolidation des infrastructures européennes. De nouvelles priorités sont à définir pour accélérer le processus de levée de ces barrières.

■ Les spécificités techniques et le caractère mondial des marchés de dérivés doivent être plus fortement pris en compte par les autorités européennes pour permettre le développement d'un cadre légal européen adapté aux particularités de ce marché, qui est une composante clé des marchés européens

■ Les mécanismes adéquats doivent être mis en œuvre pour garantir la préservation des intérêts des utilisateurs européens dans l'hypothèse de nouveaux rapprochements transatlantiques, en particulier dans le domaine du post-marché. ■

[1] Committee of European Banking Supervisors, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.

[2] En l'occurrence, la filiale européenne DTCC (Euro CCP) s'est récemment déclarée prête à signer la Charte de bonne conduite et à affronter la concurrence sur son marché domestique.

[3] L'appellation "position ouverte" désigne le nombre total de contrats ouverts sur une valeur particulière, autrement dit le nombre de futures et d'options qui n'ont pas été exercées, expiré ou été levés. Par conséquent, la position ouverte à l'issue de chaque jour représente le chiffre net de l'augmentation ou de la réduction du nombre de contrats pour cette journée particulière.

[4] Ces problématiques trouvent leur illustration dans les tentatives antérieures de Liffe ou Eurex de pénétrer le marché américain. De fait, lorsqu'elle est contrôlée par une place boursière, une chambre de compensation a clairement intérêt à bloquer les offres concurrentes sur ses propres contrats, en refusant les transferts de positions aux clients qui souhaiteraient échanger ces mêmes contrats sur une autre place.