



## CONSOLIDATION ET FRAGMENTATION

En mettant fin au quasi monopole accordé aux marchés financiers domestiques, la directive MIF a permis l'émergence d'un paysage européen plus concurrentiel.

Deux grandes tendances, apparemment contradictoires, se dessinent en parallèle : d'une part la consolidation des bourses historiques entraînant la rationalisation des plateformes de trading et settlement. D'autre part, l'émergence d'une fragmentation des lieux d'exécution des ordres et de settlement avec le déploiement de plusieurs MTF (Multi Trading Facilities) et des CCP associées.

Sur le front des marchés historiques, nous sommes passés d'une organisation nationale des marchés financiers à une approche mondiale et la bataille est rude pour se faire une place parmi les « global players ». De nouvelles velléités d'union se multiplient : prise de contrôle de la bourse balte (VSE) par l'opérateur nordique OMX, diverses tentatives d'acquisition du LSE par Deutsche Börse, acquisition d'OMX par Nasdaq et Borse Dubai, sans oublier le spectaculaire mariage du Nyse et d'Euronext. Simultanément du côté des MTF, de nouveaux acteurs spécialisés se mettent en place progressivement : Chi-X, Turquoise, SmartPool et Equiduct.

Consolidation et fragmentation ; ces deux forces s'exercent également dans le monde du « clearing & settlement ». D'une part, on assiste à la mise en place d'outils homogènes : ESES, la Single Platform (SP) ainsi que Target 2 Securities. Conjointement se produit une éclosion de nouvelles initiatives et de nouvelles CCP associées aux MTF. European Multilateral Clearing Facility (EMCF), filiale de droit néerlandais du groupe Fortis gère la compensation pour la plateforme Chi-X et EuroCCP, filiale de l'américain Depository Trust and Clearing Corporation le clearing pour Turquoise.

Consolidation et fragmentation ? En réalité ces deux impulsions ne sont pas contradictoires mais plutôt complémentaires. Les volumes importants traités par Chi-X n'ont pas empêché la croissance des volumes des bourses historiques. Nous avons plutôt assisté à l'émergence de marchés complémentaires : les opérateurs ont tiré partie des possibilités et performances offertes par les nouvelles plateformes, notamment en matière d'arbitrage.

## CHI-X : PREMIER BILAN REUSSI

En à peine un an d'existence, le pionnier des MTF, la plateforme Chi-X publie déjà des résultats impressionnants : au cours du 4ème trimestre 2007, le nombre de transactions a été de 2.401.856, soit une augmentation de 121% en un trimestre; le volume des actions de 1.850.602.948 soit 177% d'augmentation pour un turnover de 34.614.579.690 € soit 71% d'augmentation.

Ce succès est dû à plusieurs facteurs :

- **La rapidité de la plateforme** qui permet d'optimiser les opérations d'arbitrage : d'après Chi-X, l'exécution des trades est jusqu'à dix fois plus rapide que sur les plateformes traditionnelles



européennes.

- **Une politique des prix attractive** : « le coût du trading sur actions est jusqu'à dix fois moins élevé que sur certains marchés européens » d'après une étude interne Chi-X. Des modèles innovants de fidélisation des apporteurs de liquidités par rétrocession des commissions ont également été développés. Les coûts de clearing et de règlement semblent également compétitifs : ECMF vient d'annoncer une réduction supplémentaire et serait en moyenne 50% meilleur marché que les autres compensateurs européens (source EMCF). Notons toutefois que les fees sur le settlement et custody restent maîtrisés par les CSD locaux.
- « **Best Execution** » : utiliser une plateforme alternative comme Chi-X permet aux participants de donner une garantie supplémentaire de meilleure exécution et de transparence à leurs clients.
- **Impact des transactions** : en déployant les blocs d'ordres sur plusieurs plateformes dont Chi-X fait partie, les traders peuvent significativement diminuer l'impact visible de leurs opérations sur les marchés.

Devant le succès grandissant de Chi-X, fidèle à sa stratégie, SLIB accompagne ses clients dans leur démarche en adaptant ses systèmes pour fournir à ceux qui le souhaitent un passeport pour les MTF.

## LA REPOSE DE SLIB

Tout d'abord, le modèle de données sophistiqué des progiciels SLIB a été conçu pour intégrer facilement de nouveaux acteurs : places financières, CCP, local settlers et CSD.

Pouvoir router les ordres vers le marché réglementé ou un MTF en fonction de critères choisis par l'établissement fait déjà partie des possibilités proposées par les solutions SLIB. Le choix du protocole FIX pour communiquer avec les brokers, les MTF et la plupart des échanges a été fait il y a plusieurs années; ce qui donne aux applications SLIB un avantage en termes de facilité d'intégration et de rapidité.

Les progiciels SLIB maîtrisent parfaitement depuis des années la gestion des principaux flux de clearing européens. Depuis le modèle français (ISB), SLIB a successivement adapté ses progiciels au modèle belge (LCP), néerlandais (CNS) et enfin au modèle anglo-saxon (Trade Date netting). Ce dernier algorithme de calcul est celui retenu par la chambre de compensation de Chi-X : EMCF. Dans cette optique, les outils de calcul et rapprochement sont natifs dans les applications SLIB.

Concernant le règlement / livraison, SLIB a également développé depuis des années des liens STP avec les principaux settlers dont ceux présents sur Chi-X. Il reste néanmoins à mener une réflexion commune avec les clients au sujet des différentes routes de règlement souhaitées. Jusqu'à présent, les matrices d'aiguillage associent une place financière à un lieu de dépôt. Ces critères doivent être élargis, les matrices d'aiguillage enrichies. En effet, connaître la place financière ne suffit plus à déterminer la route vers le CSD : il faut lui ajouter la notion de « pays de dénouement » du titre et ainsi pouvoir lier les routes de règlement Chi-X à plusieurs lieux de dépôt (Euroclear France, CRESTCo, Clearstream, etc.). Ce thème exposé par SLIB lors de la réunion clients du 13 mars a suscité beaucoup d'intérêt et des jalons seront prochainement posés dans ce sens.

## DEVELOPPEMENTS FUTURS DES MTF

Comment les MTF vont-ils se développer dans un avenir proche ? Turquoise annonce un démarrage imminent, SmartPool va suivre, Chi-X se tourne vers l'Australie et annonce un objectif de couverture de 16 marchés européens. Plus de marchés couverts, plus de MTF, mais certes la fragmentation n'est pas infinie. Y-aura-t-il également une extension des fonctions offertes par les CCP? Il y a fort à parier que oui avec le développement de la notion « d'interopérabilité ». Les grandes manoeuvres ont d'ailleurs déjà commencé et également les premières péripéties de la CCP suisse SIS x-clear pour obtenir la possibilité de clearer sur le LSE.

