

Post-Marché : La profonde mutation des métiers Titres

En bref ...

L'industrie de la conservation des titres a connu une nouvelle vague de concentration en 2007 illustrée par la mégafusion entre Bank of New York et Mellon Financial ainsi que l'acquisition d'IBT par State Street. Les quatre grands global custodians mondiaux représentent désormais 60% d'un marché approchant les 100 000 milliards \$.

En Europe, où trois acteurs français – BPSS, SGSS et CACEIS – sont particulièrement bien positionnés, la consolidation se poursuit également par des stratégies très ciblées de croissance externe à l'international.

Ces mouvements s'inscrivent dans une course à la taille critique, indispensable pour dégager les économies d'échelle nécessaires.

Dans le même temps, la concurrence des dépositaires centraux de titres (CSD et ICSD), comme Euroclear et Clearstream, se renforce. En effet, en tant qu'infrastructure post-marché en situation de quasi-monopole, ces groupes disposent d'une position dominante pour favoriser leurs propres activités bancaires. Les métiers Titres souhaitent donc une plus grande régulation dans ce domaine.

La réponse de la Commission Européenne a consisté à instaurer un « Code de bonne conduite », c'est-à-dire une autorégulation des infrastructures. Même si le code constitue une avancée significative, il ne répond pas complètement à la problématique posée par les conservateurs.

Autre évolution importante de l'environnement réglementaire européen : la MiFID, nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers qui vient d'entrer en vigueur le 1^{er} novembre 2007. Celle-ci a favorisé l'apparition de plateformes alternatives de négociation comme Turquoise et Chi-X, qui stimulent la concurrence dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison.

Au-delà des aspects réglementaires, deux projets de place sont susceptibles de redessiner le paysage européen :

Le projet ESES consiste pour Euroclear à proposer une plateforme unique de règlement-livraison sur les 3 marchés français, néerlandais et belge de la zone Euronext. Ce projet sera prolongé par la mise en place de la « Single Platform » intégrant également le Royaume-Uni, l'Irlande ainsi que l'activité internationale d'Euroclear Bank.

Projet concurrent dans l'harmonisation de l'infrastructure post-marché, Target 2 Securities a été lancé par la Banque Centrale Européenne en juillet 2006. Son objectif est de couvrir tous les pays de la zone euro, et de réduire ainsi le coût des transactions transfrontalières.

Dans ce contexte en profonde évolution, les métiers Titres ont besoin de renforcer leur gamme de services afin de se différencier des concurrents et de coller aux besoins d'un segment de clientèle en forte croissance : les sociétés de gestion. D'une activité classique de local & global custodian, les métiers titres sont donc progressivement montés sur la chaîne de valeurs, de sorte que le terme « asset servicing » est désormais préféré à celui de « custody » pour refléter une activité aujourd'hui très diversifiée.

En particulier, l'externalisation par les asset managers de leurs activités de back-office, telles que l'administration de fonds, a représenté pour les conservateurs une opportunité de développement très importante. Cet outsourcing a aujourd'hui tendance à s'étendre aux activités de middle-office comme le matching broker et la tenue des positions de gestion.

Tirés par les besoins de la gestion alternative, les métiers Titres doivent en outre s'adapter à la diversité et à la complexité croissante des instruments financiers utilisés. C'est ainsi qu'ils fournissent des services de pricing de produits dérivés OTC et structurés.

Mais leur offre de services à forte valeur ajoutée ne s'arrête pas là : Certains comme RBC Dexia IS proposent pour les hedge funds l'intégration des flux en provenance des prime brokers, ou même du financement pour favoriser l'effet de levier.

Enfin, le développement de nouveaux services à valeur ajoutée couvre également le support à la distribution de fonds, ainsi que la mesure et l'attribution de performance par exemple. Ce qui nécessite bien entendu la mise en place d'outils et d'équipes dédiés.

Autant de défis majeurs à relever pour les acteurs de la conservation de titres.

Si vous souhaitez en savoir plus, nous vous invitons à parcourir les pages qui suivent ...

Olivier Sauvage, Consultant Manager - Asset Technology

Décembre 2007

La consolidation s'accélère

L'activité de clearing, settlement & custody a toujours nécessité une forte industrialisation, reposant sur des investissements technologiques majeurs : L'objectif est en effet de traiter de grands volumes de transactions avec un taux de STP le plus élevé possible, afin de pouvoir dégager d'importantes économies d'échelle.

La pression sur les marges, que connaît le secteur depuis plusieurs années, renforce ce besoin. En parallèle, la mondialisation des marchés boursiers, illustrée de façon spectaculaire par le mariage récent entre le New York Stock Exchange (Nyse) et Euronext, contribue à accroître la nécessité, pour les acteurs du post-marché, d'acquérir une dimension internationale.

Dans cette optique, la *course à la taille critique* s'avère essentielle. Jacques-Philippe Marson, CEO de BNP Paribas Securities Services estime que celle-ci se situe désormais autour de 2 000 milliards € d'actifs en conservation, et que les acteurs n'atteignant pas ce seuil devront probablement à terme sortir du business.

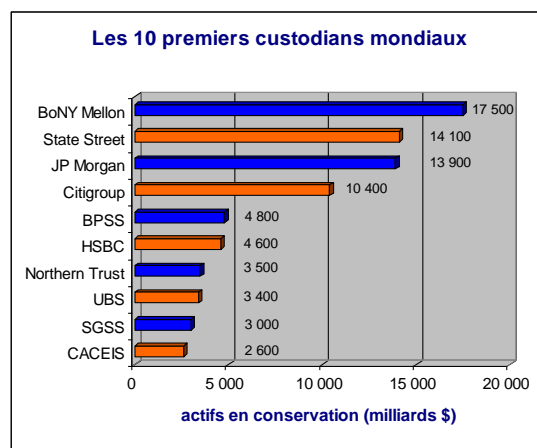
Le marché mondial, déjà fortement concentré autour des « Big Four » a connu une nouvelle vague de consolidation au cours de l'année 2007. Désormais, les 4 grands global custodians américains détiennent près de 60% d'un marché qui avoisine les 100 000 milliards \$:

En effet, la méga fusion de *Bank of New York* (BoNY) et Mellon Financial, annoncée le 4 décembre 2006, a été finalisée en juillet 2007. Le nouvel ensemble pèse 17 500 milliards \$ d'actifs en conservation et constitue le premier global custodian mondial.

De son côté, *State Street* a également achevé en juillet 2007, l'acquisition d'Investors Financial Services maison mère d'Investors Bank & Trust (IBT) pour un montant de 4,2 milliards \$. Suite à ce rachat, les actifs en conservation détenus par State Street s'élèvent à 14 100 milliards \$.

Ces deux leaders mondiaux présentent la caractéristique d'être des « pure players » qui se sont concentrés sur les activités de global custody / asset servicing, et se sont ensuite développés dans le domaine de l'asset management.

Le quatuor de tête est complété par *JPMorgan* dont les actifs en conservation atteignent 13 900 milliards \$ et *Citigroup* avec 10 400 milliards \$. Ces deux entités sont quant à elle intégrées au sein de grandes banques universelles, mais ne manqueront pas de participer aux mouvements de concentration en cours si elles souhaitent rester dans la course sur cette activité.



Au niveau européen, la filière titres a également connu ces dernières années une phase de consolidation accrue, même si les opérations de croissance externe s'y déroulent à une échelle plus restreinte qu'aux Etats-Unis.

L'histoire du secteur est ponctuée d'opérations d'acquisitions très ciblées, permettant aux principaux custodians de renforcer progressivement leurs encours, mais aussi et surtout leur couverture géographique et leur offre produit. Pour cela, ils se portent acquéreur auprès de certains établissements bancaires pour qui les activités de conservation ne sont pas stratégiques.

Trois acteurs français illustrent bien la façon dont la consolidation de l'industrie des titres continue en Europe :

Leader européen des services titres pour clientèle institutionnelle et n°5 mondial avec 4 800 milliards \$ d'actifs en conservation, BNP Paribas Securities Services (BPSS) a réalisé trois opérations de croissance externe en 2007 par le biais d'acquisitions sélectives :

La première en mars concernait Exelbank, filiale de Banco Sabadell, avec 18 milliards € d'actifs conservés. Cette acquisition a permis à BPSS d'augmenter de manière significative ses activités de conservation en Espagne.

La seconde acquisition a eu lieu en avril : elle visait RBS International Securities Services, joint-venture entre Royal Bank of Scotland et Bank of New York, spécialisée sur les marchés offshore de Jersey, Guernesey et de l'île de Man. Cette acquisition, concernant 44 milliards € d'actifs en conservation, a permis à BPSS de renforcer ses services aux fonds offshore.

Enfin, en septembre BNP Paribas a annoncé son accord pour acquérir l'activité Banque Dépositaire pour compte de tiers pour les fonds de fonds alternatifs de RasBank, permettant à BPSS de devenir un des premiers prestataires de services sur ce secteur en Italie.

Le marché transalpin est devenu le second marché domestique de Société Générale Securities Services (SGSS) après la finalisation légale en octobre 2006 du rachat de 2S Banca, filiale d'UniCredit : deuxième plus grand conservateur en Italie avec un montant d'actifs conservés de plus de 455 milliards € et près de 80 milliards € de fonds administrés. Cette opération de taille moyenne à l'échelle mondiale, mais très importante au niveau européen, a permis à SGSS de renforcer sa position non seulement en Italie, mais aussi au Luxembourg et à Dublin. Elle permet également à SGSS de figurer au 9^{ème} rang mondial avec 3 000 milliards \$ d'actifs en conservation.

Moins d'un an après cette opération, SGSS a également annoncé l'acquisition en juillet 2007 des activités d'administration de fonds de Pioneer Investments, filiale de gestion d'actifs du Groupe UniCredit, en Allemagne. Cette opération, portant sur 55 milliards € d'actifs administrés, permet à SGSS de devenir l'un des acteurs principaux de l'administration de fonds sur le marché

allemand et de renforcer sa plateforme européenne.

Troisième acteur français à faire partie du Top 10 mondial avec 2 600 milliards \$ d'actifs en conservation, ce qui prouve la santé du secteur en France, CACEIS (détenue à parts égales par Crédit Agricole et Natixis) poursuit également une stratégie ciblée de croissance externe à l'international :

Un accord définitif a été signé début juillet concernant la cession des activités de conservation d'HypoVereinsbank (HVB), représentant 400 milliards € d'actifs, à CACEIS d'ici la fin de l'année 2007. Pour HVB, grande banque diversifiée allemande, l'objectif de cette vente est la réduction de ses coûts opérationnels et le recentrage sur ses activités cibles. Pour CACEIS, il s'agit d'une étape majeure lui permettant de proposer à la clientèle institutionnelle, une offre globale d'asset servicing en Allemagne.

Par ailleurs, CACEIS a annoncé fin juillet 2007, l'acquisition d'Olympia Capital International, Ce spécialiste des services d'administration de fonds alternatifs gère 69 milliards \$ de fonds domiciliés aux Bermudes, dans les Iles Caïmans et les Iles Vierges Britanniques, ainsi qu'en Irlande, aux Etats-Unis et au Canada. Cette acquisition correspond à la volonté de CACEIS de renforcer son offre de services pour les hedge funds et d'étendre ses compétences à de nouveaux pays.

Autant d'exemples qui mettent en lumière la stratégie de consolidation adoptée par les principaux acteurs européens. Mais cela ne doit pas occulter le fait que ceux-ci peuvent eux-mêmes représenter une cible attrayante pour les grands custodians américains.

Une concurrence accrue des dépositaires centraux (CSD/ICSD)

De leur côté, les dépositaires centraux nationaux et internationaux (CSD et ICSD), qui ont un rôle d'infrastructure post-marché, ont également connu au cours des années 2000 une phase importante de consolidation.

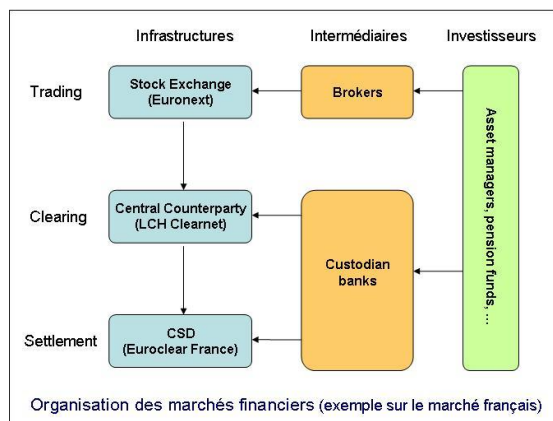
C'est ainsi qu'est né le groupe Euroclear désormais constitué d'Euroclear Bank, la

centrale de règlement/livraison internationale basée à Bruxelles, et des dépositaires centraux français, néerlandais, belge et britannique (respectivement ex- Sicovam, Negicef, CIK et CrestCo).

De même, la fusion de Cedel International ICSD basé au Luxembourg, et de Deutsche Börse Clearing dépositaire central allemand, a donné naissance au groupe *Clearstream*.

Alors que les banques conservatrices évoluent dans un environnement fortement concurrentiel, les infrastructures post-marché (CSD et ICSD) sont par nature des infrastructures essentielles, comparables aux réseaux de télécommunications ou ferroviaires, et peuvent être assimilées à des services d'intérêt général, en situation de quasi-monopole.

Ceci dit, les CSD entrent aujourd'hui en concurrence avec les banques conservatrices sur les services de Liquidity Management (titres et espèces) ayant pour objectif d'améliorer l'efficacité des dénouements mais impliquant de prendre un risque de crédit, tels que les prêts / emprunts de titres par exemple. Les CSD, de part leur rôle central sur le marché, disposent même d'un avantage concurrentiel sur ce point.



Par ailleurs, les ICSD (Euroclear Bank et Clearstream Banking Luxembourg), qui jouent le rôle de CSD sur le marché euro obligataire, sont en réalité des banques commerciales qui ont progressivement étendu leurs activités en concurrence directe avec les custodians. Ce double rôle des ICSD, agissant à la fois comme dépositaire central et intermédiaire bancaire, comporte une confusion entre les

infrastructures post-marché qui doivent être ouvertes et tous, à des conditions de risque quasi-nulles, et les banques commerciales dont l'objectif est la rentabilité et la création de valeur.

Dans les cas d'Euroclear et Clearstream, la consolidation d'un ICSD et de CSD nationaux au sein d'un même groupe, renforce cette confusion. En effet, ces groupes sont en mesure de tirer profit de leur plateforme informatique (en tant qu'infrastructure de marché) pour capter les flux de capitaux et favoriser leur propres activités bancaires.

C'est du moins le point de vue défendus par plusieurs custodians qui se sont réunis au sein du groupe Fair & Clear afin de demander à la Commission Européenne une plus grande régulation des infrastructures, par le biais d'une Directive.

Un environnement réglementaire en constante évolution

Pour l'instant, la réponse de la Commission Européenne consiste à instaurer un « *Code de bonne conduite* » proposé par le commissaire McCreevy et signé le 7 novembre 2006 par les 3 associations représentant les infrastructures de place (Bourses, Contreparties Centrales, et CSDs). Il ne s'agit pas d'une Directive comme l'auraient souhaité les banques conservatrices, mais simplement d'une autorégulation des infrastructures, l'objectif pour la Commission étant de favoriser une baisse des coûts transfrontaliers dans le secteur du règlement-livraison.

Pour cela les signataires s'engagent à instaurer plus de transparence afin que les participants puissent connaître avec certitude le coût de leur transaction et soient en mesure de comparer les prix. Les signataires devront également garantir l'accès du marché à la concurrence et l'interconnexion entre leurs infrastructures (interopérabilité). Ils s'engagent enfin à assurer un découplage des services, afin que les participants puissent acquérir uniquement les services qu'ils souhaitent et éviter ainsi la vente forcée.

La Commission européenne en choisissant une autorégulation des infrastructures, plutôt qu'un cadre légal, a décidé d'opter pour une approche pragmatique afin d'avancer rapidement. Cette première démarche doit être saluée comme une avancée significative vers une meilleure transparence, et une plus grande concurrence entre infrastructures post-marché. Cependant, l'autorégulation n'ayant pas de caractère contraignant, la Commission se réserve la possibilité de présenter une Directive si elle constatait que les objectifs initiaux n'étaient finalement pas atteints.

Par ailleurs, l'absence de séparation entre activités concurrentielles et non concurrentielles est une lacune du Code de bonne conduite. Celui-ci ne répond donc pas complètement à la problématique exprimée par les banques conservatrices : le Code n'empêchera pas les CSD et ICSD, en tant qu'infrastructure détenant une position dominante, de bénéficier d'un avantage concurrentiel pour les activités bancaires qu'ils sont susceptibles d'exercer.

Autre réglementation constituant un challenge important pour les custodians intervenant dans l'Union Européenne : la *MiFID*, nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers, qui vient d'entrer en vigueur le 1er novembre 2007.

Grâce à un passeport européen délivré par l'Etat membre d'origine, les entreprises d'investissement peuvent désormais travailler dans tous les pays de l'Union avec des procédures simplifiées et harmonisées. Cela implique notamment que les participants sur le marché européen pourront accéder en « remote » aux CSDs des différents états membres, et qu'ils pourront comparer le coût de cet accès direct avec celui lié à l'utilisation d'un custodian comme aujourd'hui. Ceci rend d'autant plus vital pour les banques conservatrices de réaliser d'importantes économies d'échelles, mais aussi de proposer de nouveaux services à valeur ajoutée.

Par ailleurs, la directive interdit désormais aux Etats membre, comme la France, d'imposer la concentration des ordres sur les Bourses historiques. Les marchés réglementés peuvent

donc se retrouver en concurrence avec des plateformes de négociation alternatives ou des courtiers qui ont opté pour un statut d'internalisateur systématique. En contrepartie, la protection des investisseurs est renforcée par l'instauration de plusieurs mesures : transparence des ordres, reporting justifiant la Best Execution, ...

Ainsi, plusieurs initiatives ont vu le jour comme le projet de plateforme alternative Turquoise, lancé par sept banques d'affaires installées dans la City (Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley et UBS) auxquels sont venus s'adjoindre récemment BNP Paribas et Société Générale. Cette initiative qui devrait être opérationnelle à la mi-2008, prouve la volonté des grands établissements bancaires de rivaliser avec les Bourses historiques comme le London Stock Exchange (LSE) ou Nyse Euronext.

Autre exemple, Chi-X, filiale du courtier Instinet, offre une plateforme de négociation multilatérale d'ores et déjà active pour les actions composant les indices boursiers FTSE 100 (anglais), AEX 25 (néerlandais), DAX 30 (allemand) auxquels est venu s'ajouter le CAC40 depuis octobre dernier.

Ces initiatives sont autant d'opportunités qui stimulent la concurrence dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison. De nouveaux acteurs sont ainsi apparus : c'est le cas d'EuroCCP, filiale de l'américain DTCC, qui a été retenue en tant que chambre de compensation par la plateforme Turquoise.

Par ailleurs, BPSS a fait état fin novembre du succès de ses services de compensation globale sur EMCF, la chambre de compensation retenue par la plateforme Chi-X (10 broker-dealers européens majeurs ont en effet opté pour cette offre). BPSS a également annoncé le lancement en partenariat avec NYFIX d'une solution de règlement-livraison pour Euro Millennium. Il s'agit d'un « dark pool » qui prévoit l'appariement rapide et anonyme des ordres lors de la négociation d'actions européennes; son lancement est prévu au premier trimestre 2008. Cette nouvelle solution s'adapte aux subtilités de la MiFID et aux spécificités des nouvelles plateformes de négociation multilatérales (MTF).

Des projets de place européens très structurants

Au-delà des aspects réglementaires, deux initiatives sont susceptibles de redessiner fortement le paysage européen du règlement-livraison et de la conservation de titres :

Le projet ESES (Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities) consiste pour Euroclear à proposer une plateforme unique de règlement-livraison sur les 3 marchés français, néerlandais et belge de la zone Euronext.

La première étape du déploiement d'ESES a eu lieu le 26 novembre dernier avec la bascule des adhérents d'Euroclear France. Elle se traduit notamment par l'abandon de la filière de règlement-livraison révocable Relit+ (utilisée surtout sur les marchés actions), et l'évolution de la filière irrévocable RGV2 qui sert de socle à la nouvelle plateforme unique. Parmi les nouvelles fonctionnalités, on note le nouveau processus de traitement des OST (Opérations sur Titres), afin d'aligner les pratiques de la place de Paris aux standards internationaux en terme de dates.

Les points à surveiller attentivement après ce lancement sont le taux de dénouement journalier et la gestion de la liquidité.

En effet, le taux de dénouement jusqu'ici très élevé sur RGV (99,85% en 2006) est une fierté de la place française qui tient à maintenir ce haut niveau de qualité.

Par ailleurs, la disparition de la filière révocable entraîne la nécessité d'accorder une attention particulière à la gestion de la liquidité, celle-ci s'avérant très différente dans le cadre d'un système RTGS comme RGV2 où chaque opération, prise une à une, fait l'objet d'un contrôle de provision espèces en temps réel afin de garantir l'irrévocabilité des dénouements.

La seconde étape consistera le 18 février 2008 à connecter la plateforme ESES pour la France à l'infrastructure Target 2 (cash) qui sera lancée à la même date par la Banque Centrale Européenne.

En parallèle, ESES sera également connecté à un nouveau service, dénommé 3G, mis en

œuvre par la Banque de France en février 2008 pour la gestion des garanties. Celui-ci permettra aux adhérents d'Euroclear France de recevoir du crédit et de la liquidité sur la base de collatéral transféré auprès de la banque de France.

L'étape suivante, probablement la plus importante dans le déploiement d'ESES, consistera vers juin 2008 à la migration des clients belges et néerlandais sur la plateforme unique, c'est-à-dire à la connexion des dépositaires Euroclear Belgium et Euroclear Nederland. A cet instant, Euronext pourra atteindre son objectif stratégique qui est le déploiement d'un carnet d'ordres unique (Single Order Book) sur ses trois marchés principaux. Euronext aura alors réussi à instaurer un véritable marché domestique entre les trois Places, le règlement-livraison de toute transaction étant effectué au travers d'une infrastructure totalement consolidée. Les participants pourront notamment utiliser un compte espèce et titre unique pour les trois marchés, ce qui permettra une gestion centralisée de la liquidité.

Cette étape s'accompagnera de l'harmonisation de la tarification des CSD français, néerlandais et belges, ce qui devrait entraîner une diminution des tarifs pratiqués par Euroclear France.

Ce n'est probablement que fin 2008 ou au cours de l'année 2009, qu'un important effort d'harmonisation sera effectué sur le standard des messages. Les messages propriétaires actuellement utilisés sur le marché français, seront abandonnés au profit des messages SWIFT ISO 15022. C'est finalement là que se situera le changement le plus important pour les participants français.

Mais en dehors des 3 pays de la zone Euronext, le groupe Euroclear comprend également le Royaume-Uni et l'Irlande (avec CrestCo) ainsi qu'Euroclear Bank. L'objectif final du groupe Euroclear consiste donc à lancer progressivement en 2009/2010 une infrastructure de règlement-livraison unique, baptisée « Single Platform » pour l'ensemble de ses entités. Euroclear estime que cette plateforme permettra alors d'éliminer les transactions transfrontalières pour 60% de la capitalisation boursière en Europe.

Projet concurrent d'ESES, *Target 2 Securities*, a été lancé par la Banque Centrale Européenne (BCE) en juillet 2006. L'objectif principal de T2S est identique à celui de la Single Platform d'Euroclear : il s'agit de créer une plateforme unique de règlement-livraison traitant les transactions sur titres en monnaie Banque centrale euro.

Ceci dit la BCE, de par son rôle central en Europe, a l'ambition de couvrir tous les pays de la zone euro, alors qu'Euroclear ne peut évidemment proposer ce type de service qu'aux entités couvertes par son groupe, ce qui exclut d'emblée les marchés importants que sont l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne.

En contrepartie, Euroclear souligne que sa plateforme ne dénouera pas uniquement des transactions en monnaie Banque centrale euro, mais également en monnaie Banque centrale livre sterling par exemple, ainsi qu'en monnaie commerciale.

Le projet T2S est parti d'un double constat : Ces dernières années, l'intégration des systèmes de règlement-livraison a connu un progrès considérable au niveau national, le résultat étant que la majorité des pays européens utilise désormais un système domestique unique pour toutes les types de titres (actions, obligations, TCN ...).

Mais au niveau transfrontalier, malgré la consolidation de plusieurs CSDs au sein de mêmes groupes et des initiatives intéressantes comme ESES, l'intégration des systèmes de règlement-livraison a progressé assez lentement.

Par conséquent, un consensus s'est dégagé parmi les participants sur la nécessité d'aller plus loin dans la consolidation de l'infrastructure post-marché. Huit ans après l'introduction de l'euro, celle-ci reste en effet trop fragmentée (une vingtaine de plateformes techniques différentes) pour pouvoir réduire les coûts supportés par les participants. Ainsi, plusieurs études ont conclu que le coût d'une transaction transfrontalière en Europe est entre 2,5 et 5 fois plus élevé qu'aux Etats-Unis.

Le projet Target 2 (cash), dont l'implémentation est prévue en février 2008, a prouvé que les acteurs européens savaient s'accorder sur une infrastructure unique,

permettant aux participants de bénéficier d'un système de paiements espèces en banque centrale euro harmonisé et efficace. Ce système leur permettra notamment de gérer de façon consolidée leur liquidité en euro, en utilisant un seul compte cash pour l'ensemble des différents pays.

Le déploiement de Target 2 (cash) constitue donc une opportunité intéressante dans le but de maximiser l'efficacité du règlement-livraison. Encore faut-il que la livraison des titres en temps réel, simultanée au règlement des espèces, soit rendue possible sur une plateforme commune.

C'est ainsi qu'est né le concept de Target 2 Securities. L'originalité de ce concept réside dans le fait que les comptes titres des différents CSDs seront gérés sur une plateforme commune avec les comptes cash banque centrale.

La plateforme T2S assurera le traitement des flux (règlement-livraison), mais les autres fonctions traditionnellement assurées par les CSDs resteront sous leur responsabilité : relation avec les intermédiaires et émetteurs, ainsi que la gestion des stocks (c'est-à-dire la garde des titres et l'application des OST). Avec T2S, la Banque Centrale Européenne n'a donc pas vocation à se substituer aux différents dépositaires centraux, mais à proposer une plateforme technique commune pour le settlement.

Les CSDs, sans rejeter le projet, estiment que l'intérêt du concept reste encore à démontrer, tandis que les banques conservatrices ont accueilli ce projet très favorablement, dans une perspective de simplification et de baisse des coûts.

La première phase qui court de 2007 à 2009 consiste pour la BCE à consulter les différents acteurs, recueillir les besoins et rédiger le cahier des charges. La seconde phase, si le projet est validé, s'échelonne entre 2009 et 2011 afin de développer la nouvelle plateforme. Quant au déploiement, celui-ci est prévu au premier trimestre 2013 après une phase de tests intensive.

Du métier de custodian vers celui d'asset servicing

Dans ce contexte en profonde mutation, les métiers Titres ont constamment besoin de renforcer leur gamme de services afin de se différencier des concurrents. Par ailleurs, la croissance du marché de l'épargne et donc du segment de clientèle « investisseurs institutionnels » (sociétés de gestion, fonds de pension, compagnies d'assurance), explique que la chaîne de valeur des métiers Titres a connu depuis plusieurs décennies une forte évolution.

Pour un acteur spécialisé dans les services titres, l'activité traditionnelle constituant le socle de son offre est le règlement-livraison et la conservation des titres. Ceux-ci consistent, suite au processus de négociation, à effectuer l'échange des titres contre cash (transfert de propriété), puis à en assurer la garde et à gérer les droits que confèrent leur détention : droits à percevoir des intérêts ou dividendes, à être informé des assemblées générales, ... L'activité initiale consistait donc à fournir une prestation de local custody, avec un accès direct au dépositaire central et une expertise sur le marché domestique.

Puis il y a 30 ans, Chase Manhattan inventa le terme « global custody ». Il s'agit d'offrir aux investisseurs, un service de conservation globale pour l'ensemble de leurs actifs répartis dans différents pays, en se basant sur un réseau de sous-dépositaires (local custodians). L'activité de global custody a connu une forte expansion liée au fait que les gestionnaires d'actifs ont considérablement accru la part de leurs investissements à l'étranger.

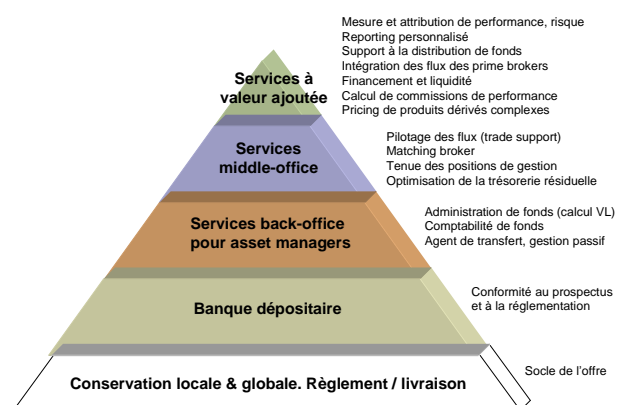
Le second niveau dans la chaîne de valeurs est d'assurer pour les sociétés de gestion une fonction de Banque dépositaire. En plus du règlement-livraison et de la conservation des actifs, la Banque dépositaire contrôle le respect des directives d'investissement et des ratios réglementaires de l'OPCVM. En France, cette activité de compliance est très réglementée par l'AMF.

Le troisième niveau consiste à offrir une gamme de services Back-Office spécialisés

pour les asset managers, comme l'administration de fonds (calcul des valeurs liquidatives et comptabilité) ou encore le rôle d'agent de transfert et de gestion du passif (traitement des ordres de souscription / rachat, tenue du registre des actionnaires ou porteurs de parts).

Mais l'offre de sous-traitance pour les asset managers s'est progressivement élargie ces dernières années aux activités de Middle-Office. Cela représente une étape supplémentaire dans la chaîne de valeurs et des opportunités intéressantes pour les métiers Titres.

Enfin, tirés par les besoins toujours plus sophistiqués de la gestion alternative et la complexité croissante des actifs gérés, les conservateurs proposent désormais de nombreux services à forte valeur ajoutée.



Nous reviendrons sur ces deux derniers échelons gravis par les métiers Titres sur la chaîne de valeur, mais il est d'ores et déjà permis de constater qu'en 2007 le terme « custody » n'est pas le plus approprié pour refléter une activité désormais très diversifiée. Le terme « asset servicing » conviendrait sans doute mieux, en tant que prestataire de services pour les sociétés d'asset management.

Attention, cela ne signifie pas pour autant que les métiers Titres doivent stopper leurs lourds investissements sur l'activité classique de custody. Celle-ci reste la base essentielle de leur métier, il ne serait donc pas raisonnable d'en faire l'économie.

Une externalisation croissante du middle-office des sociétés de gestion

Afin de se concentrer sur leur cœur de métier, (la gestion d'actifs et le développement de solutions d'investissement), une majorité d'asset managers envisagent d'outsourcer leurs activités de back et middle-office, beaucoup finissant par franchir le pas.

En plus de permettre un recentrage sur leurs compétences métier, l'externalisation répond en effet, pour les sociétés de gestion, à de nombreuses motivations : convertir des coûts fixes en coûts variables, augmenter la profitabilité en transférant les process back et middle-office à un spécialiste pouvant réaliser des économies d'échelle, réduire le risque opérationnel et les dépendances en terme de technologie, s'adapter plus rapidement aux évolutions réglementaires.

Sur ce dernier point, on peut citer par exemple la mise en œuvre de la MiFID qui oblige les Asset Managers à prouver que les transactions ont été réalisées dans les meilleures conditions de marché (Best Execution). Ces nouvelles contraintes réglementaires poussent les asset managers à externaliser, afin de s'affranchir des évolutions qu'elles nécessitent au niveau système.

Depuis plusieurs années déjà, de nombreuses sociétés de gestion ont donc externalisé leurs activités traditionnelles de back-office comme le custody, la compliance, l'administration et la comptabilité de fonds ou encore l'activité d'agent de transfert, auprès de prestataires spécialisés : les métiers Titres.

Ceux-ci fournissent des services de conservation pour 95% des mutual funds américains. Toujours aux Etats-Unis, le taux d'adoption de la sous-traitance est de 60% pour la comptabilité de fonds et de 50% pour l'activité d'agent de transfert. L'offre de sous-traitance back-office est donc mature.

Alors pourquoi ne pas étendre cette relation aux fonctions de middle-office ?

Les Métiers titres sont en tous cas disposés à monter sur la chaîne de valeurs, en élargissant leur offre de services vers le middle-office pour couvrir les activités de

support aux gérants : réception et vérification des trades après négociation, « matching broker », contrôle des frais et commissions, envoi des instructions de règlement-livraison au conservateur, tenue en temps réel des positions de gestion, optimisation de la trésorerie résiduelle, réconciliation avec le dépositaire, reporting réglementaire ...

Ceci dit, le taux d'outsourcing des fonctions de middle-office tournait fin 2006 (que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe) entre 5 et 10%. Il est donc permis d'en conclure que l'externalisation des fonctions de middle-office, contrairement à celles du back-office, est encore loin d'avoir atteint sa pleine maturité.

Ceci s'explique par le fait que le phénomène est assez récent. Les premières opérations mondiales de ce type remontent au début des années 2000 avec Pacific Investment Management Corporation (PIMCO) et Scottish Widows qui ont toutes deux retenu State Street pour sous-traiter leur middle-office, ou encore Barclays Global Investor qui a choisi IBT.

En France, le premier asset manager à avoir externalisé en 2004 ses activités de middle-office, en même temps que son administration de fonds, est BNP Paribas Asset Management ... le prestataire retenu étant BPSS, filiale du même groupe. Cette opération a ainsi permis à BPSS de développer son offre de sous-traitance middle-office.

Mais le mandat le plus marquant, remporté par un prestataire tiers, qui plus est américain, a été annoncé en décembre 2004. Il s'agissait de l'externalisation par AXA IM de ses activités de middle-office, administration de fonds et mesure de performance, auprès de State Street. L'opération impliquait le transfert de 330 employés d'AXA IM et plus de 1500 portefeuilles, représentant 300 milliards d'euros. C'est fin 2006 que la migration de la fonction « trade support » a été réalisée chez State Street, sachant que la mise en place des outils comptables est actuellement en voie d'achèvement. La finalisation de cette opération devrait permettre à State Street de pouvoir proposer son offre à d'autres clients sur le marché français.

Le cas AXA IM / State Street illustre bien que la plupart des opérations d'outsourcing se font par lift-out, c'est-à-dire par transfert des équipes opérationnelles de l'asset manager chez le prestataire. En effet, la majorité des custodians n'a pas d'expertise préalable dans la fourniture de services de middle-office. L'opération de lift-out leur permet d'acquérir les personnes et les compétences dont ils ont besoin. Mais il ne faut pas sous-estimer les difficultés inhérentes à ce type d'opérations : risques sociaux d'abord, complexité en terme de définition des rôles, de circulation de l'information et de SLA entre l'asset manager et son prestataire ... mais également risque pour le custodian de ne pas dégager à terme de profitabilité s'il ne parvient pas à standardiser les process, ajouter de nouveaux clients sur la même plateforme, et redéployer les effectifs vers d'autres lignes métier.

Toujours est-il que l'offre d'outsourcing middle-office, même si elle n'est pas encore mature, devrait continuer à représenter dans les années à venir une opportunité de croissance très intéressante pour les métiers Titres.

En effet, on constate que le périmètre des activités externalisées par les asset managers continue à s'élargir, sachant que ce périmètre est assez variable d'une organisation à l'autre. Pour les petites sociétés de gestion, l'externalisation leur évite d'avoir à mettre en place un middle-office. Pour les grandes sociétés, elle leur permet de se recentrer sur leur cœur de métier et de rationaliser les coûts. Mais chaque asset manager peut avoir des activités qu'il souhaite continuer à assumer.

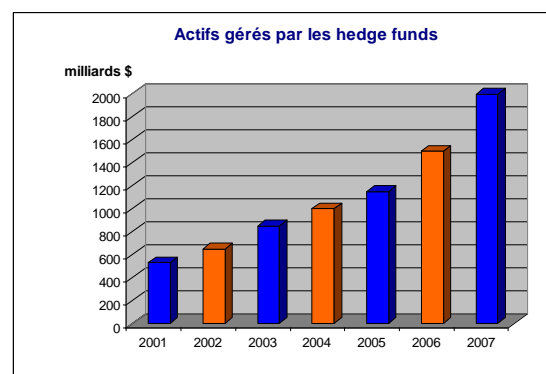
L'objectif pour les banques custodians est donc de disposer d'une gamme de services complète, mais également modulable afin de s'adapter aux besoins spécifiques de chaque client.

Une complexité toujours plus grande des produits gérés

Le segment de clientèle qui connaît aujourd'hui la plus forte croissance est la gestion alternative. En effet, l'industrie des hedge funds gère désormais plus de 2 000

milliards \$ à travers le monde, après avoir connu ces derniers temps une croissance annuelle supérieure à 30%.

Or la gestion alternative a pour objectif d'atteindre un niveau de performance absolue, décorrelée de la tendance générale du marché. Pour cela, elle fait appel à différents outils tels que la vente à découvert (short selling) et l'effet de levier qui consiste à emprunter du cash pour augmenter la taille du fonds. Elle a en outre recours de façon intensive aux produits dérivés, que ce soit à des fins de couverture ou pour stimuler la performance du portefeuille.



Pour répondre aux besoins des fonds alternatifs, les métiers Titres doivent donc s'adapter à la diversité et à la complexité croissante des instruments financiers utilisés. Leur périmètre d'intervention ne se limite plus à la conservation et l'administration des valeurs mobilières (actions, obligations) et des dérivés listés (options, futures) ... mais aussi à celle des dérivés OTC tels que les swaps, et des produits structurés.

Or le pricing de ces produits complexes, montés souvent sur mesure et négociés de gré à gré, nécessitent la mise en œuvre de compétences spécifiques, de modèles mathématiques appropriés et d'outils dédiés. Contrairement aux valeurs mobilières, dont la chaîne de traitement est très automatisée, ou même aux dérivés cotés, certains produits OTC complexes nécessitent encore d'importantes interventions manuelles. C'est le cas par exemple d'instruments sophistiqués tels que les credit default swaps (CDS) et collateralized debt obligations (CDO).

Construire une offre de services pour cette activité, dont le support requiert une forte

technicité, représente donc un vrai challenge pour les métiers Titres.

A titre d'exemple, SGSS a lancé en mars 2007 une offre d'asset servicing sur les produits dérivés complexes, couvrant toutes les classes d'actifs sous-jacents : actions, taux, change, crédits et matières premières. Cette offre comprend non seulement la valorisation des produits dérivés OTC et structurés, mais également l'attribution de performance, le calcul de risque ainsi qu'une nouvelle prestation de middle-office destinée aux asset managers utilisant ce type d'instruments financiers.

A noter que la sophistication croissante des produits utilisés par les sociétés de gestion va au-delà de l'utilisation de produits dérivés. Elle concerne également les produits de private equity, l'apparition récente des OPCV ou encore la gestion de fonds de fonds alternatifs. Les prestataires d'asset servicing se doivent donc d'accompagner leurs clients dans cette diversification, en proposant une offre de services innovante. C'est ce à quoi se sont employés les principaux acteurs français au cours de l'année 2007.

Le développement de services à forte valeur ajoutée

Ces nouveaux services, engendrés par la complexité croissante des produits gérés, ne sont qu'un des aspects de la course à la valeur ajoutée à laquelle se livrent les métiers Titres. L'objectif étant de toujours coller aux besoins spécifiques des asset managers et de se différencier des concurrents.

RBC Dexia Investor Services constitue un bon exemple de stratégie de différenciation.

Né du rapprochement fin 2005 de Royal Bank of Canada Global Services, leader canadien sur la banque dépositaire, et de Dexia Fund Services, acteur européen des services titres pour clientèle institutionnelle, RBC Dexia IS a déployé une stratégie de niche sur les services à forte valeur ajoutée.

Situé à la 11^{ème} place mondiale en terme d'actifs en conservation, il était en effet nécessaire à RBC Dexia IS de proposer une

offre de services haut de gamme pour se faire une place face aux grands acteurs engagés dans la course à la consolidation et aux économies d'échelle.

C'est ainsi que RBC Dexia IS cible une clientèle de petits ou moyens asset managers ainsi que les nouvelles sociétés de gestion innovantes, notamment dans le domaine de la gestion alternative et du private equity.

Un des objectifs de RBC Dexia IS est d'accompagner ces petites structures lors de leur création, en faisant preuve de proximité et de souplesse, afin de leur proposer des solutions sur mesure.

En France, RBC Dexia gère par exemple pour les fonds alternatifs les méthodes de calcul de commissions de performance telles que les créances d'égalisation.

Elle propose également pour les hedge funds l'intégration des flux en provenance des prime brokers ... et dans le cas où le fonds n'utilise pas de prime broker RBC Dexia va jusqu'à proposer un effet de levier à son client.

La frontière entre les activités des global custodians et des prime brokers reste on le voit assez flexible. En effet, tandis que le rôle d'un prime broker est notamment d'apporter de la liquidité au fonds alternatif (financement cash pour permettre l'effet de levier et prêt de titres pour faciliter la vente à découvert), sa mission en tant que partenaire central du hedge fund consiste également à s'assurer du bon dénouement des transactions et de la garde des actifs.

En parallèle, les global custodians dont l'activité de base est le règlement/livraison et la conservation des valeurs mobilières s'intéressent de plus en plus aux besoins des gérants alternatifs, et proposent non seulement des services concernant les produits dérivés OTC et complexes, mais développent également leur offre sur des segments à valeur ajoutée comme le financement cash, la gestion de trésorerie et le prêt/emprunt de titres.

Face aux besoins sophistiqués des gérants de hedge funds, les global custodians et prime brokers s'efforcent donc tous deux d'apporter une solution globale (concept de « one stop shopping »), ce qui implique que la concurrence entre ces deux types d'acteurs est encore appelée à se renforcer. En attendant, ces activités font souvent l'objet en

France de conventions tripartites à géométrie variable entre la société de gestion, le prime broker et le conservateur / dépositaire.

Par ailleurs, on note également chez les asset managers une tendance croissante à séparer la distribution de la gestion. Dans ce modèle à architecture ouverte, les fonds sont commercialisés par des distributeurs ou promoteurs, c'est-à-dire par des établissements différents de ceux qui les ont créés. Un nouveau défi pour les métiers Titres consiste donc à développer une gamme de services innovante en support à la distribution de fonds.

Enfin, les gérants de portefeuille ont besoin d'outils rapides, fiables et précis pour analyser et comparer la performance de leurs portefeuilles, ceci afin de les aider à fonder leurs choix d'investissement et à communiquer sur les résultats de leur gestion auprès des investisseurs et des autorités de tutelle.

Les principaux acteurs français du métier Titres, tels que BPSS et SGSS, ont donc développé ces dernières années une nouvelle gamme de prestations à valeur ajoutée à destination des asset managers. Celle-ci vise à offrir un reporting personnalisé couvrant la mesure et l'attribution de performance. L'offre de BPSS est par exemple construite autour de l'outil IRP.

Mesurer la performance consiste à calculer la rentabilité du portefeuille (progression de la valeur liquidative), mais aussi à analyser le risque grâce notamment à des calculs d'écart-type permettant de quantifier le caractère volatile de la politique de gestion mise en place. Le calcul de ratios de performance (indicateurs de Sharpe, Treynor et Jensen, ratio d'information) fournit ensuite au gérant un ajustement de la rentabilité obtenue par le risque inhérent qu'il a pris.

L'attribution de performance permet quant à elle au gérant d'analyser la sur- ou sous-performance de son portefeuille par rapport à un benchmark, et de décomposer cet écart de rendement par décision d'investissement : stock picking (le fait de sélectionner tel ou tel titre) ou asset allocation (le fait de choisir telle classe d'actifs, zone géographique, secteur d'activité ...).

De plus, au-delà d'une mesure « simple » du risque, cette offre de services couvre également la production de rapports sophistiqués intégrant le calcul de la Value-at-Risk (VaR), ou encore le stress testing qui permet d'estimer les pertes potentielles en situation de crise.

Ceci est d'autant plus important pour la clientèle des hedge funds, pour laquelle une maîtrise poussée des risques s'avère fondamentale.

En conclusion, tous ces exemples montrent que les métiers Titres se sont transformés ces dernières années en « global service providers » qui cherchent à capter toutes les activités à valeur ajoutée dont l'asset management peut se départir pour se recentrer sur son cœur de métier. Il s'agit alors de développer une offre complète, innovante et modulaire pour servir des clients de plus en plus sophistiqués tels que les fonds alternatifs. Pour cela, ces prestataires globaux de services doivent constamment adapter leurs systèmes et former leurs équipes. Autant de défis passionnants à relever dans un secteur en pleine mutation.