



# LA GOUVERNANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

## INTERVIEW À DEUX VOIX

PIERRE DE LAUZUN \*

RUBEN LEE \*\*

**Les Bourses d'échange ont pratiqué d'importantes démutualisations ces dernières années, transformant leur statut mutualiste en celui d'entreprises privées, parfois cotées. Cette importante évolution n'est pas sans poser de problème sur la gouvernance des Bourses.**

1

**En particulier, que se passe-t-il si la principale Bourse d'un pays fait faillite ? Les implications sur l'économie sont alors importantes : de quels moyens disposent les gouvernements pour limiter ce risque ?**

**Pierre de Lauzun :** Le statut des Bourses est aujourd'hui banalisé du fait de plusieurs évolutions : l'électronisation des échanges, la démutualisation et la cotation d'un nombre croissant de Bourses, les consolidations, et le nouvel environnement concurrentiel et réglementaire créé par les Directives européennes (DSI - Directive sur les services d'investissement - devenue MIF - Marchés d'instruments financiers) définissant le statut de marché réglementé, en concurrence avec d'autres modes de négociation. Néanmoins, les Bourses gardent un rôle particulier, pour le financement de l'économie, et comme centres de liquidité et lieux de formation des prix.

\* Délégué général de l'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI) et Directeur général adjoint de la Fédération Bancaire Française (FBF).

\*\* Managing Director, Oxford Finance Group.

La traduction des réponses de Ruben Lee a été effectuée par Pierre Requette.



Les activités des Bourses restent dès lors sous la surveillance et la responsabilité des autorités qui ont accordé l'agrément. La Directive MIF impose notamment aux marchés de disposer à tout moment « des ressources financières suffisantes pour faciliter leur fonctionnement ordonné, compte tenu de la nature et de l'ampleur des transactions qui y sont conclues ainsi que de l'éventail et du niveau des risques auxquels ils sont exposés ». En France, Euronext a le statut d'entreprise de crédit et est soumis à la supervision prudentielle de la Commission bancaire (entre autres).

En cas de faillite d'une Bourse, des dispositions de continuation de l'activité existent, qui pourraient éviter la cessation des négociations. Je pense cependant que la probabilité d'une faillite est faible. Plus ponctuellement une défaillance majeure des systèmes de négociation des Bourses déstabiliserait fortement le fonctionnement des marchés. Ceci implique que des moyens suffisants soient alloués par les marchés à la surveillance et la gestion des risques, au contrôle des systèmes informatiques, et que des mécanismes efficaces de supervision soient en place.

**Ruben Lee :** C'est un sujet délicat. D'une part, il est d'ordinaire normal que les opérateurs d'une Bourse aient la faculté de gérer leurs marchés et leurs entreprises. Ils ont les meilleures raisons d'assurer que les objectifs commerciaux en cause soient respectés, et de fournir les structures les plus efficaces. D'autre part, la poursuite de profits privés peut faire que dans des circonstances extrêmes une Bourse puisse ne pas prendre suffisamment en compte les risques qu'elle encourt. Une manière, manifestement, erronée de réduire la possibilité qu'une Bourse fasse faillite serait, pour les autorités, d'annoncer qu'elles viendront au secours de celle-ci dans une telle éventualité. Cela ne ferait que susciter le problème bien connu de l'aléa moral. Si une Bourse de valeurs sait qu'elle sera secourue en cas de problèmes financiers, elle prendra vraisemblablement des risques excessifs, car elle en retirera de plus grands bénéfices en cas de réussite, et n'aura pas à payer le coût de l'échec si celui-ci survient. Une gamme de dispositions réglementaires peut s'appliquer dans cette hypothèse, et l'on peut notamment exiger que la Bourse dispose d'un capital suffisant, imposer une séparation juridique entre les activités de marché et les autres services ou instaurer une supervision réglementaire de toutes les décisions importantes prises par les Bourses. Toutes ces dispositions comportent cependant leurs propres problèmes.

**Étant donné ses implications sur l'économie, un marché des capitaux efficient peut être assimilé à un bien public. Doit-on imposer une régulation spécifique, telle que des règles de gouvernance**



## particulières ou encore de détention des actions, aux Bourses afin de protéger les intérêts publics ?

**Pierre de Lauzun :** Jugé il y a quelques années indispensable pour faire face à leurs ambitions de développement et à l'ouverture des marchés, le processus de démutualisation et de cotation des Bourses a fait émerger des conflits d'intérêts inédits, dont toutes les conséquences n'avaient pas nécessairement été envisagées : entre les actionnaires et les intérêts publics, entre les actionnaires et les utilisateurs<sup>1</sup>. En termes d'intérêt général, deux préoccupations émergent : la première liée aux possibles risques systémiques et à la stabilité des marchés évoqués à l'instant ; et la seconde liée aux problématiques concurrentielles, en raison de la position dominante des Bourses.

Pour les utilisateurs d'infrastructures de marché en position dominante, il n'y a pas de « vote avec les pieds » possible ; les utilisateurs sont donc à la merci d'infrastructures qui peuvent être tentées de bénéficier de leur rente en appliquant des prix non concurrentiels. Ces pratiques pèsent sur les coûts de transaction pour les investisseurs finaux et, plus largement, sur l'efficacité globale des marchés. Au minimum, des règles extrêmement strictes de gouvernance doivent donc être imposées, donnant la priorité aux utilisateurs.

Les prises de position récentes de certains actionnaires des Bourses montrent leur appétit. Ces actionnaires ont des droits légitimes, mais qui ne doivent pas empiéter sur ceux des utilisateurs, et ne doivent pas être fondés sur des surprofits découlant d'une position dominante. En outre, l'avenir des infrastructures de marché européennes ne peut se décider principalement en fonction de la seule logique financière d'un petit nombre d'actionnaires, mais pour répondre aux besoins de la communauté financière élargie.

Enfin et surtout, il faut poser la question de la participation des utilisateurs au capital des Bourses cotées. C'est sans doute très hautement souhaitable au moins à un certain niveau.

**Ruben Lee :** Sous cette question apparaissent deux hypothèses largement répandues, mais qui doivent être combattues. La première est l'idée que si une Bourse est une institution privée, comme c'est le cas de la plupart d'entre elles, elle ne sera pas en mesure d'assurer l'intérêt public. Dans certaines circonstances, il peut en être ainsi, mais on ne peut le prétendre *a priori*. Le fait que quelque chose assure des intérêts privés n'implique pas qu'il soit aussi contraire à l'intérêt public. En réalité, les deux peuvent coïncider. En fait, les Bourses peuvent faire valoir que l'intégrité des marchés qu'elles organisent est vitale à leur réussite commerciale.



La deuxième hypothèse, derrière cette question, est que l'on croit souvent que si la satisfaction de l'intérêt public pose problème, la réglementation peut toujours résoudre ce problème. Ce n'est pas toujours le cas, pour diverses raisons. Les régulateurs n'ont pas une expérience directe du fonctionnement des marchés, et il est donc injuste de leur demander de faire preuve de la même expertise que des opérateurs de marché. En outre, les régulateurs peuvent avoir leurs propres contraintes. Il est normalement impensable pour un régulateur d'être confronté publiquement à un scandale ou une malversation. Cela peut les rendre très averses aux risques dans la perspective de tels événements. Or, il peut être préférable pour l'intérêt public qu'il se produise un nombre optimal de scandales, plutôt qu'il n'y en ait pas un seul ! Pour qu'il n'y ait aucun scandale, le régulateur devrait imposer des règles très strictes, si strictes en fait qu'elles pourraient indûment limiter le développement du marché.

Cela dit, il peut y avoir des circonstances demandant l'intervention des régulateurs dans la gouvernance de certaines institutions d'infrastructure d'un marché particulier. De telles interventions peuvent prendre des formes diverses. Par exemple, un régulateur peut vouloir s'assurer qu'il y a bien une diversité de représentation au Conseil d'administration des institutions concernées.

4

**Par ailleurs, certaines fonctions de régulation ont été déléguées aux Bourses elles-mêmes. La démutualisation des Bourses crée ici d'évidents conflits d'intérêts. Comment une Bourse pourrait-elle imposer des pénalités, par exemple, à ses principaux pourvoyeurs de fonds ? De quels modèles de régulation dispose-t-on afin de résoudre ce problème ? La création d'entités séparées dévolues à ces fonctions de régulation ou l'*outsourcing* en la matière sont-ils des solutions satisfaisantes ? Est-ce que l'effet de réputation, indispensable à l'attractivité d'une Bourse et donc au développement de ses activités, suffira à réduire ces conflits d'intérêts ?**

**Pierre de Lauzun :** Les conséquences du processus de démutualisation sur les fonctions de *self-regulation* des marchés font l'objet de nombreuses discussions, y compris dans des forums comme l'OICV - Organisation internationale des commissions de valeurs<sup>2</sup>. Plus largement, le modèle de *self-regulation* anglo-saxon est soumis à pression<sup>3</sup>, avec un équilibre difficile à trouver entre l'expertise permise par le modèle SRO (*self-regulation organization*) et la nécessaire indépendance. Et les conflits d'intérêts inhérents au modèle sont plus profonds dans le cas d'entités commerciales qui détiennent les marchés qu'elles régulent. En même temps, les professionnels, mieux au courant



des réalités, sont surtout les mieux placés pour assurer la discipline nécessaire.

Je pense qu'une variété de dispositifs peut être envisagée, fondés sur des règles de gouvernance très strictes, y compris des directeurs indépendants et une surveillance des autorités. Au Canada, lorsque le Toronto Stock Exchange (TSX aujourd'hui) a décidé de démutualiser, l'Investment Dealers Association (IDA) a opté pour la constitution d'une nouvelle SRO, détenue à 50/50 par IDA et TSX, avec une gouvernance commune et des règles pour le Board. En France, les pouvoirs d'Euronext sont beaucoup plus limités et soumis au contrôle étroit de l'Autorité des marchés financiers.

Il faut en même temps rappeler que l'effet de réputation est un levier important. Il joue dans le cas des Bourses qui ont des capacités de *self-regulation* de leurs membres et/ou des activités, mais aussi, plus généralement, pour les intermédiaires qui développent des règles de bonne conduite ou des *best practices*. Ces pratiques, qui complètent, devancent et/ou remplacent une réglementation externe publique, me semblent pouvoir jouer un rôle majeur et très positif pour le bon fonctionnement de nos systèmes financiers et doivent être encouragées.

**Ruben Lee :** La question de savoir si les Bourses de valeurs démutualisées connaissent tellement de conflits d'intérêts qu'il est nécessaire de concevoir une nouvelle forme de régulation implique que l'approche traditionnelle d'autorégulation pratiquée par les Bourses mutualisées et à but non lucratif était adéquate. C'est ignorer le fait que ces institutions étaient-elles aussi pleines de conflits d'intérêts, mais à l'époque l'auto-régulation était souvent considérée comme une approche satisfaisante. La principale différence entre une Bourse démutualisée à but lucratif et une Bourse coopérative mutualisée et à but non lucratif est que le premier type d'institution peut distribuer des profits sous forme de dividendes alors que le deuxième ne le peut pas. Cela ne signifie pas, cependant, que le deuxième type d'institution ne cherche pas à maximiser ses profits, elle se contente de les distribuer à ses utilisateurs sous formes de remises.

Il y a souvent aussi une réaction instinctive qui veut qu'à chaque fois qu'un conflit d'intérêts est identifié dans un organisme qui entreprend de se réguler, on voudrait qu'il soit éliminé. Dans de nombreuses situations, ceci pourrait être inopportun. Il est essentiel que les personnes impliquées dans des décisions réglementaires importantes en comprennent les enjeux, et il arrive souvent que les seules personnes capables de le faire soient celles qui ont opéré sur les marchés pendant une longue période. Par définition, cependant, de telles personnes sont presque toujours susceptibles d'être en relation avec diverses parties présentes sur les marchés. Il peut être préférable que des conflits d'intérêts de ce genre



soient gérés correctement plutôt que de chercher à les éliminer. Il y a diverses manières de gérer des conflits d'intérêts. En particulier, il peut suffire que les conflits en question soient rendus publics si, parmi les personnes appelées à prendre une décision, un nombre suffisant d'entre elles n'est pas concerné par le conflit, et s'il existe un droit d'appel contre la décision en la matière. Comme l'implique la question, l'effet sur la réputation d'une Bourse de toute décision réglementaire qui serait considérée comme entachée de partialité est aussi une incitation importante pour une Bourse à se comporter convenablement lorsqu'elle prend une décision dans ce domaine.

**On note que certaines Bourses dominent le marché et seraient des monopoles « naturels ». Cette position pose des problèmes de régulation et de gouvernance évidents. La démutualisation de ces sociétés favorisera-t-elle ou non cette situation monopolistique ? Si oui, quelles solutions s'offrent au régulateur ?**

**Ruben Lee :** En elle-même, la démutualisation n'a pas d'influence sur le fait qu'une Bourse quelconque fonctionne ou non comme un monopole. Deux facteurs clés qui déterminent l'environnement concurrentiel de la fourniture de services de négociation sont importants. Le premier est le facteur d'« externalité de la liquidité », désormais bien connu, qui influence les marchés. Plus la probabilité qu'un seul ordre soit exécuté sur un dispositif de négociation particulier est grande, plus le nombre et le volume des autres ordres confiés au même dispositif seront grands. Cela veut dire que les flux d'ordres attirent les flux d'ordres, et qu'il est très difficile pour de nouveaux systèmes de négociation de supplanter les institutions en place.

Un facteur de compensation qui pourrait accroître la concurrence entre les Bourses est la sophistication croissante et le faible coût des nouvelles technologies. Ceci a toute une série d'effets. Il est désormais relativement bon marché d'acheter un nouveau système de négociation prêt à l'emploi. Il est aussi relativement aisé de créer des systèmes d'acheminement des ordres entre des pools de liquidité sur différentes Bourses ou d'autres systèmes de négociation, et l'avantage antérieur de disposer d'un réseau de négociation est ainsi contesté.

Si l'on estime qu'une Bourse dispose d'un monopole de fait, une gamme de dispositions réglementaires est possible. On peut par exemple demander une certaine mesure de contribution des usagers à leur gouvernance. Ceci donnera aux clients du marché un certain pouvoir sur les décisions prises par la Bourse et pourra limiter ses capacités à prendre des décisions anticoncurrentielles. On peut également mettre un terme à des comportements anticoncurrentiels, tels que des politi-



ques de prix prédatrices ou discriminatoires, en les soumettant au contrôle d'une autorité de la concurrence, bien qu'il soit difficile à une telle autorité de surveiller constamment ces institutions.

**Pierre de Lauzun :** La démutualisation des Bourses a brisé le lien entre utilisateurs et actionnaires des infrastructures, posant la question de la répartition des gains d'efficacité et des profits. Comment s'effectue le choix entre les versements de dividendes et la réduction des tarifs imposés aux utilisateurs ? Déjà en position dominante au niveau domestique, les mouvements de consolidation vont renforcer le pouvoir de marché des Bourses vis-à-vis de leurs utilisateurs. Les régulateurs doivent donc se saisir de cette problématique, en imposant des règles strictes de gouvernance donnant la priorité aux utilisateurs, et en vérifiant, notamment *via* des audits et des contrôles, qu'il n'y a pas abus de position dominante et que les progrès de productivité profitent d'abord au marché. Ces problématiques doivent être traitées, ou au moins coordonnées, au niveau européen, par la DG Concurrence, en liaison avec la DG Marché intérieur.

**On constate actuellement de nombreuses consolidations boursières internationales, alors que les autorités de régulation restent du domaine national. Les réglementations restent ainsi très différentes d'un pays à l'autre. Une autorité supranationale, notamment européenne est-elle souhaitable et souhaitée ?**

**Ruben Lee :** Non. Une autorité supranationale, et notamment une Commission européenne des valeurs mobilières (ESEC)<sup>4</sup> n'est pas souhaitable. Contrairement à ce qui semble être un consensus grandissant selon lequel la coopération entre les régulateurs débouchera sur une structure optimale des marchés et des marchés plus efficaces, dans un certain nombre de situations la concurrence entre les régulateurs est bénéfique. Il y a eu très peu de situations où l'on a pu observer une « course vers le bas » en matière de qualité de la réglementation. En outre, dans bien des cas nous ne savons tout simplement pas quel est le bon modèle réglementaire ou la bonne solution, et permettre la concurrence entre les différents modèles pourrait contribuer à trouver le meilleur. Cela ne veut cependant pas dire que la coopération entre les régulateurs n'est pas nécessaire dans une série de situations différentes. Elle l'est. Simplement, la crainte largement répandue d'un arbitrage entre les réglementations en Europe est injustifiée.

Malgré mon opinion qu'une autorité supranationale n'est pas souhaitable, il existe un certain nombre de groupes dans les marchés qui souhaitent une telle institution. J'ai analysé, par ailleurs, les





facteurs qui pèsent sur la possibilité de la création d'une ESEC<sup>5</sup> et je crois, d'une part, que les principaux facteurs qui décideraient de sa création sont de nature politique, et d'autre part, que ces forces politiques sont relativement fortes, et tout à fait indépendantes des arguments économiques contre la création d'une telle institution.

**Pierre de Lauzun :** La création du Comité européen des valeurs mobilières (CESR) a déjà contribué à renforcer la coordination entre les différents superviseurs domestiques. La nouvelle Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) va aussi imposer une collaboration accrue, notamment pour les échanges d'informations et le *reporting* des transactions. Au niveau des réglementations, une part des règles, largement dominante aujourd'hui, découle des Directives européennes. Néanmoins, l'interprétation et la transposition de ces règles peuvent encore différer largement d'un pays à l'autre, avec des conséquences importantes, d'une part, sur le *level-playing field* pour les acteurs, d'autre part, sur l'intégration des marchés. Plus que de constituer une autorité supranationale, qui me semble aujourd'hui encore prématurée, il importe de réduire les différences entre les pouvoirs et les missions des différentes autorités de supervision domestiques, et de renforcer la convergence des pratiques et des règles par un contrôle mutuel et un droit des utilisateurs à demander au CESR une interprétation commune. Des mécanismes de délégation entre autorités doivent aussi être explorés, avec l'objectif de réduire les coûts liés à la multiplication des autorités.

8

**Peut-on imposer une régulation ou des règles de gouvernance, et si oui lesquelles, aux ATs (Alternative trading systems) et autres ECNs (Electronic communication networks) ?**

**Ruben Lee :** Oui, bien sûr, l'on pourrait imposer des règles concernant la gouvernance des ATs, ECN et autres types de Monsters (*Market Oriented New Systems for Terrifying Exchanges and Regulators*<sup>6</sup>), mais cela serait vraisemblablement contre-productif. Il est très difficile de réussir pour ces formes de systèmes de négociation, car la plupart n'attirent qu'une petite partie des négociations, et les acteurs du marché ont toujours la possibilité de ne pas les utiliser et d'adresser leurs ordres aux Bourses nationales dominantes. La question la plus difficile que posent ces institutions est quelle est la différence entre elles et ce que l'on considère comme les institutions d'infrastructure du marché.

**Pierre de Lauzun :** Dans le cadre européen de la nouvelle Directive MIF, l'exploitation d'un MTF (*Multilateral trading facility*) devient





désormais une activité d'investissement, exercée soit par un prestataire de services d'investissement, soit par un opérateur de marché, c'est-à-dire des personnes que la Directive MIF astreint à différentes obligations, notamment organisationnelles.

La nécessité de règles de gouvernance spécifiques, telles que celles que j'ai décrites précédemment et visant en particulier à assurer que les intérêts des utilisateurs sont respectés, apparaît dès lors que le niveau de concurrence n'est pas suffisant. Ce qui est nécessaire pour les Bourses en position dominante n'est donc pas forcément directement imposable aux MTFs, du moins dans le paysage boursier européen actuel.

**Comment se pose, plus spécifiquement, la question de la gouvernance des infrastructures post-marché, eu égard notamment à leur intégration horizontale ou verticale ? Cette question se pose-t-elle différemment pour les marchés au comptant et ceux de produits dérivés ?**

**Pierre de Lauzun :** Le modèle d'intégration verticale (celui de la Deutsche Börse, de Borsa Italiana, et de Bolsas y Mercados Españoles) pose des problèmes concurrentiels supplémentaires, en termes de restrictions à l'accès, d'absence de transparence tarifaire, de subventions croisées et de *bundling*. Les conclusions de la Competition Commission britannique, dans son rapport du 1<sup>er</sup> novembre dernier, sont à cet égard explicites. Par ailleurs, rappelons l'exemple du marché américain, où la SEC et le Congrès ont favorisé l'abandon des silos et le mouvement progressif vers une consolidation horizontale. La plupart des autres exemples, au Canada, en Amérique du Sud ou en Asie, sont fondés sur une organisation similaire.

Une stricte séparation des activités le long de la chaîne de valeur (c'est-à-dire entre la négociation, la compensation et le règlement-livraison) doit donc être imposée. De plus, les activités de règlement-livraison, reposant sur des infrastructures, qui sont par nature en position dominante, doivent être aussi séparées des activités de conservation, à valeur ajoutée et risquées, et qui évoluent en concurrence avec les acteurs bancaires.

Pour répondre à votre deuxième question, si les chambres de compensation se sont développées d'abord pour les produits dérivés, leur utilisation est aujourd'hui généralisée aux marchés au comptant. Les problématiques concurrentielles et de gouvernance sont similaires dans les deux cas.

**Ruben Lee :** De nombreux facteurs peuvent déterminer la structure optimale de gouvernance des institutions de compensation et de règle-



ment. Un facteur très important est la mesure dans laquelle on peut penser qu'il existe une concurrence pour les services que fournissent ces institutions. C'est un domaine dans lequel il y a à la fois une grande confusion et une controverse. Comme on commence aujourd'hui à le dire de plus en plus, si la compensation et le règlement sont détenus par les Bourses, et s'ils sont considérés comme étant gérés d'une manière monopolistique, ces Bourses peuvent utiliser leur propriété de ces institutions de compensation et de règlement pour favoriser leur propre plate-forme de négociation. Une série d'interventions réglementaires peut alors être appropriée, y compris au niveau de la gouvernance. Des questions similaires peuvent se poser dans le cas des Bourses de *futures* ou de dérivés, même si le rôle des chambres de compensation peut être différent dans ce contexte.

**L'attention du marché et des autorités s'est récemment portée sur les bénéfices qu'apporterait la création d'une seule chambre de compensation européenne, les intervenants bénéficiant notamment d'une fonctionnalité d'appels de marge transfrontières (*cross-margining*). Quelles en seraient les règles de contrôle et de gouvernance ?**

10

**Ruben Lee :** Des trois composantes - négociation, compensation et règlement -, il semble qu'il y ait de nombreux facteurs qui rendent la fourniture de services de compensation plus susceptible d'être organisée d'une façon monopolistique que la fourniture de services de transaction ou de règlement. Mais même dans ce domaine il est difficile de déterminer l'intensité de la concurrence. En outre, s'il est vrai qu'il peut y avoir des avantages importants à fusionner les chambres de compensation, cela comporte également des risques, notamment la concentration des risques dans une seule institution. Si une seule chambre de compensation monopolistique était en réalité contrôlée par une seule institution qui pourrait utiliser ce monopole à son propre avantage, on pourrait bien commencer à s'inquiéter au sujet de l'assurance du service public. Comme nous l'avons dit plus haut, l'existence d'une représentation des utilisateurs, et la présence de membres indépendants et non-exécutifs au Conseil d'administration pourrait constituer des éléments utiles pour une approche adéquate de la gouvernance. Ces deux approches présentent, cependant, des difficultés. Les utilisateurs ont leurs propres intérêts, et il peut y avoir des conflits entre divers groupes d'utilisateurs. La définition de ce qu'est exactement un administrateur indépendant est également très discutée.

**Pierre de Lauzun :** Le silo vertical pose des problèmes de distorsion de



concurrence manifestes, que je viens de décrire ; il constitue aussi un frein énorme à la consolidation des infrastructures de *post-trading* en Europe.

La fragmentation actuelle des systèmes de compensation et de règlement-livraison empêche pourtant de tirer les bénéfices des économies d'échelle et des externalités positives liées à ce type d'infrastructures. Dans le cas de la compensation, l'augmentation des volumes de transaction transitant par la chambre de compensation permet d'une part, d'augmenter les bénéfices du *netting*, d'autre part, d'optimiser la gestion des collatéraux. Dans le cas du règlement-livraison, le coût marginal de traitement d'une opération devient minime, une fois une certaine taille critique atteinte, et les économies d'échelle liées à la taille peuvent donc être substantielles.

La consolidation à ces deux niveaux aurait donc des avantages significatifs pour les utilisateurs : réduction des frais de compensation et de règlement-livraison du fait des économies d'échelle, *membership* unique, gestion consolidée des collatéraux (*single collateral pools*), réduction des coûts internes et des risques d'erreurs, *via* la rationalisation des systèmes de *back-office* des utilisateurs et des processus.

De ce point de vue, la position exprimée en septembre dernier par le Commissaire McCreevy, appelant les acteurs à se mobiliser, a été vue par les utilisateurs à Paris comme à Londres comme un signe fort et positif. Je pense que le raisonnement ne doit pas s'appliquer seulement à la chambre de compensation mais aussi au règlement-livraison.

En matière de gouvernance, ces infrastructures consolidées devront être *user-owned* et/ou *user-governed*, sur le modèle de la DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) américaine, avec des règles de décision et de répartition des profits claires et transparentes. Enfin, leur contrôle impliquera la mise en place de mécanismes spécifiques de coordination des autorités de supervision impliquées.

*NOTES*

1. Avec le développement des ECNs et de l'internalisation, les utilisateurs peuvent aussi entrer en concurrence directe avec la Bourse.
2. OICV/IOSCO, « *Issues paper on exchange demutualization* » (2001).
3. « *SEC votes to propose changes in SRO governance and issue related concept release* », novembre 2004.
4. ESEC : European Securities and Exchange Commission, version européenne de la SEC américaine.
5. « *Politics and the Creation of a European SEC: The Optimal UK Strategy - Constructive Inconsistency* » [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
6. Voir *What is an Exchange: The Automation, Management and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press.