

Pour une intégration des opérations post-boursières

Comme les bourses, les dépositaires centraux ont fusionné ou entamé des rapprochements. L'incertitude demeure cependant sur le rôle futur des intermédiaires financiers dans la gestion des systèmes de règlement-livraison des titres.

Catherine Karyotis
Professeur
Reims management School
ESC Lille

■ Alors que les bourses tentent de s'allier, voire de fusionner comme Paris, Bruxelles et Amsterdam qui ont donné naissance à Euronext, les dépositaires nationaux et internationaux suivent la même tendance. Ainsi Cedel et Deutsche Börse Clearing ont fusionné pour donner naissance à Clearstream, alors qu'Euroclear est sur la voie d'une fusion avec Sicovam SA et Clearnet SA, elle-même en rapprochement avec la London Clearing House.

Plus encore, depuis la création effective d'Euronext, et pour compléter une offre de service globale aux intermédiaires, Euroclear a signé un *Memorandum of Understanding* planifiant sa prise de participation de 51 % dans le capital des dépositaires centraux néerlandais (Necigef) et belge (CIK).

Ces mouvements montrent que les opérations capitalistiques transfrontalières touchant les industries et les services depuis quelques années, affectent dorénavant les entreprises de marché dans les activités boursières et post-boursières. Dans le cadre de la première place paneuropéenne, il y aura à terme une intégration verticale complète de la chaîne de traitement des opérations du front-office (Euronext NV pour la négociation) et du back-office (Clearnet pour la compensation et Euroclear/Sicovam pour le règlement-livraison).

Vers une concurrence exacerbée

Mais une question reste d'actualité : les intermédiaires financiers fusionnent également leurs activités back-office (Gestitres et Crédit lyonnais, CCBP et CCF en France, JP Morgan et Chase Manhattan Bank aux Etats-Unis ...) ; de facto, pourquoi ne pas envisager que ces intermédiaires, devenus pour certains d'entre eux des *global custodians* in-

«La concurrence entre professionnels des titres et autorités de tutelle ou assimilées devrait s'intensifier dans un avenir très proche.»

contournables dans la finance internationale, ne gèrent eux-mêmes les systèmes de règlement-livraison de titres. Ce schéma bouleverserait ainsi le paysage post-boursier, et remettrait alors en cause des monopoles réglementaires, vieux d'un demi-siècle au moins dans certains pays européens !

S'il n'existe pas actuellement de réponse franche à cette question, deux argu-

ments s'opposent. La gestion des activités de règlement-livraison par un établissement financier permettrait sans doute de sécuriser le système par le biais d'une garantie incontestable en matière d'apport en fonds propres, plus fiable sans doute qu'un système de place tel celui des dépôts bancaires mis en place en France.

Mais l'établissement qui gérerait le système de règlement-livraison de titres serait alors acteur en tant qu'intermédiaire utilisateur et superviseur en tant que gestionnaire, cette situation allant à l'encontre d'un système de place indépendant. L'histoire est d'ailleurs là pour nous prouver que cette configuration n'est pas forcément la meilleure : Morgan Guaranteed Trust, fondatrice du système Euroclear, n'a-t-elle pas dû, en effet, céder ledit système de règlement-livraison à une coopérative de banques ; en outre, elle s'est même désengagée récemment d'Euroclear en cédant sa participation.

Aussi les dépositaires centraux domestiques et internationaux ont-ils toujours vocation à exister et ils pourraient même «court-circuiter» les banques dépositaires s'ils venaient à gérer directement les comptes des clients des intermédiaires financiers. Les enjeux sont colossaux et la concurrence entre professionnels des titres et autorités de tutelle ou assimilés devrait s'intensifier dans un avenir très proche. ●

Les dépositaires aujourd'hui

Progressivement, toutes les grandes places financières se sont dotées de dépositaires centraux. Certaines en ont une unique, telles la France avec Sicovam SA, l'Allemagne avec Deutsche Börse Clearing..., tandis que d'autres préfèrent la multiplicité des dépositaires, tels les Etats-Unis avec DTC (Depository Trust Company) ou NSCC (National Securities Clearing Corporation).

1. Les dépositaires centraux domestiques (CSD – Central Securities Depositories).

Les principaux rôles impartis à un dépositaire central sont les suivants :

- la conservation physique ou scripturale des titres,
 - l'enregistrement des dépôts et retraits de titres non dématérialisés,
 - la tenue des comptes titres,
 - l'appariement et la confirmation des négociations,
 - la livraison franco et contre paiement,
 - l'enregistrement des opérations de prêt/emprunt de titres (automatique ou sur demande),
 - la gestion des opérations sur titres,
 - la représentation aux assemblées d'actionnaires et la gestion d'un «nominee» éventuel,
 - la ségrégation des avoirs.
- La conservation scripturale des titres s'opère au travers de la tenue de compte titres selon, en France notamment, le principe suivant : un compte émission structurellement débiteur est ouvert en Sicovam sur instruction de l'émetteur, et sa contrepartie (comptabilité en partie double) est représentée par le crédit des affiliés (représentant leurs avoirs en propre ou pour compte de leur clientèle). A chaque mouvement de titres, quelle qu'en soit l'origine, le dépositaire central s'assure de la stricte égalité permettant ainsi de sécuriser le système d'une place ayant dématérialisé ses titres.
- Afin d'éviter un «tirage sur la masse», les autorités de tutelle invitent les intermédiaires à procéder à une ségrégation des comptes sécurisant ainsi ses activités titres.
- A chaque négociation boursière, les intermédiaires envoient leurs instructions respectives d'achat et de vente au dépositaire qui les apparie (*matching*) et confirme lesdites négociations avant de procéder à la livraison des titres.

Cette livraison se fait de plus en plus sous la forme d'une livraison contre paiement.

• Avant d'être dénouées, les transactions peuvent faire l'objet d'une compensation (*netting*) en titres et/ou en espèces. Cette activité revient au dépositaire ou à un organisme ad hoc. Elle permet de réduire les volumes à échanger entre intermédiaires financiers et donc les coûts y afférents, et les prises de garanties sont par ailleurs plus faibles que dans un système sans *netting*.

En France, il existe un système de compensation entre intermédiaires de marché via une chambre de compensation. Au fil de leur création, tous les marchés réglementés français ont offert des prestations de compensation, y compris pour les marchés OTC sur taux d'intérêt. En 1999, lesdites activités ont été regroupées au sein d'une entité commune Clearnet SA. Le système utilisé sur les marchés dérivés est Clearing 21, développé par les Chicago et New York Mercantile Exchanges et «importé» en Bourse de Paris par le biais d'un échange technologique entre les places. Il compensera les négociations sur actions dès la fin 2000 et sera étendu à Euronext en 2001.

• Enfin, les opérations de règlement-livraison de titres sont effectuées via des systèmes informatiques gérés en général par les dépositaires centraux. Leurs principes de base reposent sur la simultanéité des livraisons et des règlements dans un délai de trois jours au plus après la négociation boursière, voire le jour même et, dans un avenir sans doute proche, en continu.

Un mouvement n'est dénoué que si les provisions titres (du vendeur) et espèces (de l'acheteur) sont suffisantes. Dans le cas contraire, la négociation est dite en suspens de dénouement, le participant devant assurer sa couverture. Si la couverture en espèces est traditionnellement aisée, celle en titres ne l'est devenue que depuis quelques années seulement. Les instruments les plus fréquents sont les opérations de prêt-emprunt ou de

mise/prise en pension de titres.

On distingue les opérations de prêt-emprunt de titres automatiques, les opérations sur demande (du participant), les mises en pension conservatoires, intra-journalières et *overnight*.

2. Les centrales de clearing internationales (ICSD).

A la fin des années soixante, deux centrales de *clearing*, Euroclear et Cedel, ont été créées afin de compenser les négociations sur le marché euro-obligataire, sans être alors concurrentes des dépositaires centraux existants. Néanmoins, l'activité sur l'euromarché a régressé dans les années 80. Aussi ces centrales de *clearing* ont noué des liens avec les dépositaires nationaux, pour se positionner dans le domaine des transactions transfrontalières sur titres domestiques. De facto, elles sont entrées en concurrence directe avec les dépositaires centraux, disposant d'atouts considérables. En effet, si les systèmes informatiques ont généralisé les procédures de règlement-livraison de titres chez les principaux dépositaires nationaux, ceux-ci, à de très rares exceptions près, ne gèrent les espèces que par l'intermédiaire de leur banque centrale. Les centrales supranationales, quant à elles, procèdent à du *clearing* stricto sensu ; elles gèrent effectivement en propre les comptes espèces de leurs participants, et ce dans une vingtaine de devises différentes et sur 32 marchés domestiques (pour Euroclear). Par conséquent, elles disposent d'une avance technique incontestable renforcée par un réseau de participants présents dans plus de 80 pays.

3. Une nécessaire connexion avec les moyens de paiement.

En Europe, les opérations de la politique monétaire commune supposent que les banques puissent utiliser tous les titres éligibles, quel que soit leur lieu d'émission, comme collatéraux en couverture des transactions. Aussi les systèmes de règlement-livraison de titres doivent-ils répondre à des critères de fiabilité et de sécurité performants. Le dénouement des mouvements sur valeurs mobilières doit être intégré aux mécanismes des systèmes de paiement ; à défaut, il existe un risque systémique.

Le système Relit Grande Vitesse (RGV), mis en place en bourse de Paris en 1998, a été accrédité sans condition par la Banque centrale européenne.

Définition

Un dépositaire central conserve, pour le compte de ses participants, des valeurs mobilières et exécute les livraisons de titres sur instructions des participants ou des organismes de compensation, celui-ci rapprochant les ordres d'achat et de vente afin de déterminer les soldes nets en titres et en espèces.