

Le post-marché : pierre angulaire d'une

Si l'activité post-marché a été longtemps la grande oubliée des réflexions visant à édifier un marché financier intégré en Europe, elle se trouve aujourd'hui au cœur des préoccupations. Face à la multiplication des projets concernant les différents aspects de cette activité, il faut parvenir à dégager une ligne directrice pour construire une industrie de post-marché forte.



Edouard-François
de Lencquesaing
Netmanagers

■ Deux dates, deux démarches : 1984-2004. Il s'agit de l'anniversaire de la dématérialisation des titres en France, il y a déjà vingt ans, et en Europe, de la fin du premier plan d'actions sur les services financiers (PASF 2000-2004). Dates emblématiques pour les métiers du post-marché et la fonction règlement-livraison.

Dès le début des années quatre-vingt, les professionnels des titres, associés aux pouvoirs publics et aux régulateurs, ont eu l'intuition que l'efficacité des métiers post-marché était une condition structurelle de l'efficacité des métiers du *front*, une condition de l'émergence à l'époque des salles de marché et de la constitution en ligne de métier de la banque d'investissement. Avec le rapport Perouse et une équipe d'hommes porteurs de réelles valeurs d'intérêt général de place, une profonde réorganisation s'est déclenchée. Un schéma général cohérent s'est mis en place. Réforme pragmatique du droit des titres, mise en place de pratiques communes aux acteurs pour organiser une concurrence transparente et efficace dans un cadre prudentiel avéré (cahier des charges du conservateur), un CSD, la Sicovam, dont le rôle central était sans ambiguïté le garant de la sécurité des stocks et des flux, une plate-forme technique des plus efficaces, Relit, puis RGV avec son pont inédit avec la banque centrale. Le résultat stratégique tangible de ce modèle co-

hérent est l'existence d'un nombre significatif de « conservateurs » domestiques à taille européenne sinon mondiale... ce qui, en fait, est encore aujourd'hui unique en Europe.

Un défi réel et urgent

Mais 2004 c'est aussi la fin du PASF qui a donné toute la priorité aux métiers de *front*... en oubliant le post-marché ! Cet « oubli » est en fait symptomatique d'une vision tronquée de la sphère financière. La finance n'est pas qu'un service immatériel. Elle est aussi une véritable industrie qui s'appuie sur des métiers d'infrastructures, véritables usines de flux ou de transactions. Cette tuyauterie rébarbative incarne en fait la fonction d'intermédiation, c'est-à-dire une dynamique d'échange d'informations, de transfert de propriété, de gestion de stocks à travers une succession d'inscriptions en compte. À l'évidence, la qualité et l'efficacité de ces processus de production ne peuvent être le seul résultat d'initiatives individuelles des acteurs. Par construction, il faut passer par des standards, des pratiques, des infrastructures centrales communes. Le miracle de l'interopérabilité passe par une certaine dose d'interbancaire, coopérer pour être ensuite encore plus concurrents ! En France, nous avons poussé cela assez loin, comment l'Europe aura-t-elle suffisamment d'ambition pour

trouver un processus de consensus aussi efficace ! Le défi est réel et urgent. La bonne nouvelle est que dans les priorités 2005-2010, le post-marché se trouve aux premières loges, et en effet déjà les initiatives s'accroissent.

La mauvaise nouvelle vient de cette sorte de détournement d'un libéralisme pragmatique, qui écarte in fine toute idée de modèle et se défait sur la concurrence pour trouver les solutions aux compromis difficiles. C'est un *bottom-up* qui n'atteint pas le sommet ! L'expérience française, mais il en a été de même aux Etats-Unis, au Japon (actuellement) et dans la plupart des pays, montre qu'un modèle efficace implique des initiatives pluridisciplinaires qui s'inscrivent dans un cadre cohérent. La construction juridique est essentielle, mais aussi la précise définition du rôle des acteurs, la frontière des responsabilités, la répartition des risques, les standards, les pratiques de marché, etc.

**Après le silence,
c'est maintenant l'avalanche !**

C'est le cas aujourd'hui en Europe et dans le monde : Convention de La Haye pour les conflits de lois autour du compte titres, Unidroit pour la convergence du droit matériel des titres, CESR-BCE pour les standards prudentiels, Cesame, Comité consultatif de la Commission européenne

Europe financière compétitive

pour suivre la mise en œuvre des recommandations des rapports Giovannini sur l'harmonisation des barrières techniques, la consultation européenne sur le règlement-livraison, le rapport du Parlement européen sur le même sujet (Theresa Villiers), la future Directive...

Après le silence de la période précédente, c'est maintenant l'avalanche ! Mais est-ce un bien ? Est-ce suffisant ? Comment donner à cette fragmentation d'initiatives le « nerf » et la cohérence nécessaires ? Où est la méthode permettant de cerner l'essentiel, éliminer la confusion, arbitrer les véritables intérêts catégoriels au profit d'un réel intérêt général européen bien compris ? Est-ce complètement technocratique et utopique ? Ce n'est pas évident. Chaque pays a su, à sa manière, faire cet effort.

« Une architecture de distribution ouverte, indispensable au développement de la gestion, est le meilleur moyen de répondre à l'attente des investisseurs privés européens. »

Comment l'Europe, dont l'espace domestique en devenir est et sera en pleine compétition avec les Etats-Unis et le reste du monde, pourra-t-elle faire l'économie d'une telle rigueur ? Le poids de l'existant paraît une sorte de frein inéluctable que seul le hasard de la compétition pourrait faire bouger. Le résultat de cette frilosité est la tentative du cumul des compromis, l'addi-

tion de toutes les pratiques, le flou sémantique et la confusion des rôles, en particulier entre infrastructures et participants. L'exemple récent des standards CESR-BCE est le résultat typique de cette méthode. Mais il en est de même avec la Convention de La Haye où lassitude et pragmatisme l'emportent sur rigueur et stratégie. Le *bottom-up* est à l'évidence l'écoute du marché, mais à condition qu'une synthèse s'élabore et s'affirme clairement dans les textes, et soit porteuse d'un modèle et d'une ambition, conditions d'une réelle efficacité collective.

La question des CSD est centrale

Il est donc urgent de réagir, de trouver les conditions de donner à cette effervescence un axe et un souffle. Dans ce débat, la question des CSD est centrale, non pas tant à cause de leurs coûts (5 % du coût des transactions), mais comme catalyseurs de cohérence, fédérateurs de pratiques hétérogènes, sanctuaires de sécurité financière... La quarantaine actuelle de CSD n'est pas raisonnable. L'utopie d'un seul CSD non plus. Mais l'harmonisation de l'espace européen domestique passe par un processus cohérent, pragmatique et volontariste de consolidation. Il n'est pas exact de penser que grâce aux nouvelles technologies, ces CSD sont en réelle compétition entre eux ou même avec leurs membres. Il n'est pas vrai que l'Europe ne s'harmonisera qu'en mettant en facteur commun le métier de *sub-custody*. C'est ne pas comprendre que l'Europe des 25 doit être un espace domestique et non une zone « globale » optimisée. Ce n'est donc pas la seule compétition qui conduira à la consolidation.

Cela passe d'abord par la définition de principes directeurs communs à ces infrastructures : rôles, risques, monnaie centrale, interopérabilité, statut, régulation. Bien entendu, la nature des relations avec leurs membres doit converger ainsi que les principes de gouvernance. Cette réflexion ne doit pas oublier la diversité des instruments couverts, et en particulier les OPCVM. En effet, une architecture de distribution ouverte est indispensable au développement de la gestion et est le meilleur moyen de répondre à l'attente des investisseurs privés européens. Cela passe par l'assimilation des OPCVM aux valeurs mobilières et leur inscription dans les livres du CSD, la définition du distributeur, du centralisateur, du gestionnaire du passif et, bien entendu, au centre de tout cela, une base de données rassemblant les documents réglementaires et les paramètres financiers des fonds.

La balle est dans le camp de l'industrie des titres. C'est d'abord là que doit se bâtir le consensus, c'est là qu'une certaine cohérence pourra prendre forme. À l'échelle européenne, une sorte de forum devrait se constituer pour alimenter avec pragmatisme les différentes initiatives sectorielles en cours. Le consensus ainsi élaboré, la pierre angulaire de ce travail, la charpente de cette zone domestique en marche serait alors la directive cadre proposée par la Commission européenne. L'Europe mérite une industrie du post-marché forte. C'est d'abord l'intérêt primordial de tous les investisseurs, en particulier les ménages, mais aussi des émetteurs. C'est un projet industriel de long terme..., mais qui commence tout de suite dans une réelle perspective d'intérêt général. À l'évidence, cette ambition ne peut que dépasser nos intérêts propres immédiats. Elle doit être portée comme ce fut le cas en France par quelques leaders. ●