

« Simplifier, rationaliser et harmoniser »

Tout le monde s'accorde sur la nécessité de lever les obstacles à l'établissement d'un grand marché européen de capitaux. Dans ce cadre, l'initiative de la Commission européenne qui se penche actuellement sur les activités de post-marchés doit être saluée. Mais certaines des orientations choisies se révèlent contestables.

Pierre-Dominique Renard
Director
Settlement & Service Design
LCH.Clearnet

■ Dans le cadre de ses travaux visant à l'édification d'un marché financier intégré, la Commission européenne a décidé de se pencher sur le règlement-livraison. Une telle initiative ne peut qu'être saluée par LCH Clearnet dont la position de principe consiste à appuyer toute initiative, d'où qu'elle vienne, dès lors qu'elle vise à lever obstacles et barrières à l'établissement d'un grand marché de capitaux européen – a fortiori si elle propose des mesures concrètes pour le *clearing* et le *settlement*. En témoigne le fait que la récente fusion entre LCH (London Clearing House) et Clearnet répond déjà en partie aux aspirations des marchés qui ont sous-tendu l'initiative de la Commission ; LCH.Clearnet, aujourd'hui contrepartie centrale de référence au niveau européen, affiche clairement ses objectifs : « Simplification, rationalisation et harmonisation ».

Pour autant, si cet engagement en faveur d'une directive spécifique est total sur certains aspects tels que le passeport européen pour les activités de compensation et le droit d'accès aux plates-formes de règlement-livraison, il est en revanche plus nuancé sur plusieurs orientations des travaux de la Commission. À titre d'exemple, la proposition d'établissement d'un calendrier cadre risque de freiner le processus de discussion entre régulateurs. Or, celui-ci est absolument nécessaire pour assurer la mise en œuvre de protocoles de coopération et de procédures d'agrément visant à libéraliser les

activités de compensation transfrontières. Il est indispensable de renforcer la convergence entre les différentes pratiques réglementaires, tant au niveau national entre régulateurs et banque centrale qu'au niveau européen entre régulateurs.

Une approche réductrice du *clearing*

De même, on ne peut qu'exprimer les plus fortes réserves sur l'approche consistant à traiter de manière globale les activités de *clearing* (au sens de chambre de compensation) et les activités de *clearance & settlement* (entendues comme règlement-livraison, rôle dévolu aux SSS – *securities settlement systems*). À l'examen, ce type de traitement se révèle passablement réducteur. Les chambres de compensation ne fournissent pas entre elles les mêmes services. Qui plus est, pour certaines, actives sur plusieurs types de produits comme c'est le cas de LCH.Clearnet, le service peut varier d'une catégorie de produits à l'autre ; ainsi, notre activité de compensation liée aux swaps n'est pas gérée comme celle des *commodities* (kilowatts-heure ou autres), tout comme est différent le traitement des valeurs mobilières ou des dérivés d'indice, de taux ou d'actions. Quant aux services de contrepartie centrale, ils ne se limitent pas à la définition ainsi rédigée : « *netting* avec novation, en garantissant les contreparties contre les

risques associés à un coût de remplacement ». Enfin, pour les produits dérivés, la chambre de compensation agit de facto comme un quasi-dépositaire central et gestionnaire de services de règlement-livraison.

On regrette, dans ce contexte, que la Commission n'ait pas opté pour la définition et la segmentation faites dans le cadre des travaux de CPSS-IOSCO ou proposées par le groupe Giovannini.

Et que dire du problème du droit associé aux collatéraux déposés (que ce soit dans le cadre des activités d'une chambre de compensation ou non) que la Commission a laissé de côté ? Ce point est crucial pour une entité comme LCH.Clearnet qui fournit à ses clients la possibilité de déposer ses garanties auprès du dépositaire de son choix, ce qui a pour avantage de proposer aux clients la concentration et donc l'optimisation de leur collatéral en un seul endroit mais qui implique d'avoir à composer avec des régimes juridiques parfois très différents.

L'appréciation des régulateurs sur les exigences requises en matière de fonds propres – tant pour une chambre de compensation elle-même que pour les compensateurs dans leurs opérations garanties par une chambre de compensation – a, de la même façon, été passée sous silence. Là encore, il est vivement souhaitable que les travaux de la Commission soient en parfaite cohérence avec les recommandations de CPSS-IOSCO, les propositions du

CESR-ESCB et de Bâle II en matière de prise en compte des risques opérationnels.

Il en va de même pour les aspects de comptabilisation concernant les opérations de pensions-livrées où les contraintes (ou facilités) divergent fortement d'un pays à l'autre – ce qui contredit le concept de *level playing field* entre participants.

La gouvernance des infrastructures de marché ne relève pas du législateur

Quant à la notion de passeport, elle ouvre droit, pour chaque intervenant, à choisir sa chambre de compensation et sa plate-forme de règlement-livraison. Même si nous sommes tout à fait en faveur d'une telle liberté – et LCH.Clearnet en a largement fait la preuve – il ne faut pas que cette souplesse se transforme, pour les infrastructures de marché, en obligation de mettre en place ce genre de services à n'importe quel prix. Les interconnexions entre chambres de compensation et/ou SSS nécessitent, en effet, la mise en œuvre d'un arsenal juridique lourd ainsi qu'un minimum d'interopérabilité entre les différents systèmes en place, y compris pour les SSS entre eux.

Enfin, nous considérons qu'une directive n'a pas à légiférer en matière de gouvernance des infrastructures de marché. Nous sommes d'autant plus à l'aise sur ce point que LCH.Clearnet respecte d'ores et déjà parfaitement les principes édictés par la Commission.

En conclusion, nous accueillons positivement, à quelques réserves près, les travaux de la Commission. Nous considérons que les chambres de compensation représentent un catalyseur important en matière de rationalisation des activités post-marchés et sont un élément clef des consolidations à venir. Nous nous étonnons cependant une nouvelle fois que les États-Unis soient pris comme référence en matière de post-marché; s'il est vrai que DTCC agit comme chambre de compensation et dépositaire unique pour les valeurs mobilières, il existe encore un nombre significatif de chambres de compensation pour différents types de produits, (marchés dérivés, *commodities*...) et il reste, là-bas comme ici, encore matière à « Simplifier, rationaliser et harmoniser ». ●

La dématérialisation a 20 ans!

Entrée en application au mois de novembre 1984, la dématérialisation des titres vient de fêter ses 20 ans.

Élément clef de la modernisation de la place de Paris, elle a facilité l'émergence de dispositifs juridiques novateurs.

■ Le vingtième anniversaire de la loi de dématérialisation est une invitation à réexaminer l'origine et la portée d'une grande réforme qui est apparue au détour de l'adoption d'un texte inséré dans la loi de finances pour 1982¹ et qui est entrée en vigueur dix-huit mois après la publication du décret d'application, soit effectivement le 5 novembre 1984.

Présentée initialement comme un moyen de lutte contre l'évasion fiscale², ses principaux promoteurs n'en appartenaient pas moins au métier du titre qui en faisait un élément important de la modernisation de la place de Paris. La suppression du titre papier était une manifestation de l'informatisation croissante de nos économies qui allait révolutionner les méthodes de gestion des titres et permettre la déconcentration des places boursières.

La dématérialisation à la française s'est caractérisée par sa portée générale et son caractère obligatoire. Quels que soient l'émetteur et leur forme, au porteur ou nominative, les valeurs mobilières entrant dans le champ d'application de la loi ne font plus l'objet d'une représentation physique par des titres imprimés mais d'une inscription en compte au nom de leur propriétaire³.

Forme des titres

L'ancienne distinction entre titres au porteur et titres nominatifs a cependant survécu, en raison principalement de l'attachement de nombreuses sociétés

Aymeric Castelnaud
Avocat
De Pardieu Brocas
Maffei



Pierre Minor
Avocat associé
De Pardieu Brocas
Maffei



à la forme nominative des titres qui leur permet autant que possible de fidéliser leur actionnariat.

Le titulaire du titre nominatif demeure en effet parfaitement connu de l'émetteur, qu'il bénéficie d'une inscription directe dans les livres de l'émetteur (titre nominatif pur) ou qu'il ait ouvert un compte chez un prestataire habilité teneur de compte chargé d'administrer son compte auprès de l'émetteur (titre nominatif administré).

Le titre au porteur, qui porte aujourd'hui bien mal son nom en l'absence de tout support papier le représentant, est celui pour lequel le titulaire est inscrit dans les livres d'un prestataire habilité teneur de compte, cette inscription étant reflétée dans les livres du dépositaire central. L'anonymat qui le caractérise n'est cependant pas comparable à celui que conférait la circulation de titres papier.

Aujourd'hui, cet anonymat est remis en cause au nom de la transparence qui doit notamment permettre aux émetteurs de réunir le quorum nécessaire à la tenue de leurs assemblées, ce qui requiert la mobilisation de l'actionnariat étranger. Le volet consacré à l'identification des actionnaires de la loi relative aux nouvelles régulations économiques, votée en 2001, est venu à ce titre parachever le dispositif du « titre au porteur identifiable » qui permettait déjà depuis quelques années aux émetteurs d'identifier les titulaires de titres au porteur.

Ce dispositif d'identification des actionnaires repose largement sur l'intervention du teneur de compte conservateur qui a vu sa fonction se métamorphoser de la conservation physique de titres papiers vers une activité à plus forte valeur ajoutée.

La promotion de l'inscription en compte comme mode exclusif de représentation des titres a, de manière plus générale, facilité l'introduction de dispositifs juridiques particulièrement novateurs.

Réforme du nantissement des titres

Ainsi, la réforme du nantissement des titres introduite en 1996 prend appui sur le caractère dématérialisé de la valeur mobilière qui permet de faire porter le nantissement non pas seulement sur un instrument financier individualisé mais sur le compte lui-même et son contenu qui fluctuera au gré de la valorisation des obligations garanties et des titres crédités sur le compte nanti. Le principe de l'inscription en compte des valeurs mobilières a ainsi constitué la condition nécessaire au développement d'un type de sûreté moderne dont la constitution et l'opposabilité aux tiers sont simplifiées⁴, et dont le régime confère au bénéficiaire la jouissance d'un droit de rétention⁵.

Dématérialisation des titres et transfert de propriété

La forme dématérialisée des titres a également entraîné l'adoption de règles spécifiques déterminant la date du transfert de propriété des instruments financiers. Rompant avec la règle du Code civil qui fixe le transfert de propriété au

moment où les parties conviennent de la chose et du prix, le législateur a élaboré, au cours des années quatre-vingt-dix, un régime dérogatoire plus adapté au fonctionnement des marchés financiers et qui repose sur l'inscription en compte. Ainsi, s'agissant d'une cession d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé, ou d'une cession d'instru-

« En vingt ans, la dématérialisation aura accompagné la modernisation de notre économie, son ouverture à l'international et la croissance de la part des marchés financiers dans son financement. »

ments financiers non admis aux négociations sur un marché réglementé mais inscrits en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement-livraison de titres, le transfert de propriété s'opère dans les conditions de l'article 431-2 du Code monétaire et financier lors de l'inscription en compte des titres au compte de l'acheteur, à la date et dans les conditions définies par les règles de place, et sous réserve que l'acheteur en ait payé le prix. Cette fonction de l'inscription en compte clarifie la situation respective des participants à une transaction boursière, car elle condamne l'inflation de droits concurrents sur ces titres. L'ordonnance du 24 juin 2004⁶ a consacré la concomitance entre l'inscription en compte et le transfert de propriété, le transfert de propriété de valeurs mobilières non cotées et

qui ne sont pas inscrites en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement-livraison de titres étant également commandé désormais par l'inscription en compte des titres au compte de l'acheteur.

En vingt ans, la dématérialisation aura accompagné la modernisation de notre économie, son ouverture à l'international et la croissance de la part des marchés financiers dans son financement. À présent, il convient d'en simplifier l'expression, qui est éclatée dans de nombreux textes du Code de commerce, du Code monétaire et financier et dans les règles de marché. Il faudrait impérativement la rendre plus lisible et cohérente, unifier la terminologie⁷ et assurer sa compatibilité avec les travaux internationaux en cours et en particulier le projet de convention Unidroit⁸. ●

1 Loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981, Article 94-II.

2 Le gouvernement issu des élections de 1981 considérait que l'inscription en compte des valeurs mobilières faciliterait le contrôle des déclarations fiscales alors que l'impôt sur les grandes fortunes allait voir le jour (cf. Michel Vasseur, *Droit des affaires* Fascicule IV, *Les valeurs mobilières*, Les cours de droit 1987-1988).

3 Une option est offerte aux titulaires qui n'ont pas leur domicile en France, de solliciter un intermédiaire qui sera inscrit pour leur compte dans les livres d'un teneur de compte ou de l'émetteur.

4 Le formalisme étant limité à l'établissement d'une déclaration de gage signée par le constituant.

5 L'efficacité de cette sûreté est aussi renforcée par son mode de réalisation puisque c'est le créancier gagiste qui, estimant réunies les conditions de réalisation du gage, demande par écrit au teneur de compte de procéder à cette réalisation dans les conditions prévues par le décret n° 97-509 du 21 mai 1997, assurant notamment la valorisation objective des actifs gagés.

6 Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant sur la réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales.

7 Titres, valeurs mobilières, instruments financiers.

8 Avant-projet de convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire.

BANQUEstratégie

- Directeur de la publication: **Olivier Robert de Massy**
 - Directeur délégué: **Luc Desbois**
 - Secrétaire général: **Joël Berger**
 - Rédacteur en chef: **Élisabeth Coulomb**
 - Rédacteurs: **Quitterie de Fommervault** (54 15); **Cécile Joly** (54 14); **Carole Trambouze** (54 13)
 - Secrétariat de rédaction : 1^{er} secrétaire **Marie-Madeleine Martin** (54 16); **Christine Hauvette** (54 10)
 - Maquette : 1^{re} maquettiste **Emmanuel Gonzalez** (54 12); **Alexandra Démétriadis** (54 18)
 - ◆ devant chaque numéro, ajouter l'indicatif **01 48 00**.
 - Abonnements: 26 boulevard Paul Vaillant-Couturier, 94851 Ivry-sur-Seine
Tél. : 01 49 60 06 61 – Fax: 01 49 60 10 55 – E-mail: revuebanque@abocom.fr
- ISSN 0762-4077/CPPAP 0606 I 84975 – Imprimé à Pulnoy (54) par SPEI – Dépôt légal 1^{er} trimestre 2005.

18 RUE LA FAYETTE 75009 PARIS;
FAX : 01 48 24 12 97
WWW. REVUE-BANQUE. FR

La reproduction totale ou partielle des articles publiés dans Banque Stratégie, sans accord écrit de la société Revue Banque SARL, est interdite conformément à la loi du 11 mars 1957 sur la propriété littéraire et artistique.

© BANQUE STRATÉGIE