

Activités post-marchés : le chaînon manquant

Le projet de DSI reste incomplet en ce qui concerne les activités de règlement-livraison et de compensation. S'il peut encore être amélioré, il doit surtout être complété par une directive spécifique.

— *Que pensez-vous du projet de DSI tel qu'il a été publié par la Commission européenne en novembre 2002?*

Lorsque nous avons travaillé sur la DSI, un des principaux sujets de discussion a été l'internalisation des ordres, qui concerne avant tout l'asset management et l'intermédiation, mais qui a un impact relativement important sur nos activités opérationnelles de post marché.

Le risque de l'internalisation est de permettre aux institutionnels de sortir des infrastructures de marché existantes et donc de mettre la survie de ces dernières en cause, alors qu'elles remplissent correctement leurs fonctions et que nous ne sommes pas certains que les conditions de concurrence entre les infrastructures et les ECN (*electronic communication network*) vont être parfaites.

Les infrastructures européennes, que ce soit au niveau de la négociation ou de la compensation, sont efficaces. En particulier en France, elles ont été fortement modernisées au cours des cinq dernières années et sont aujourd'hui compétitives et peu coûteuses. Bon nombre des acteurs considèrent donc qu'il n'y a pas de raison à ce que l'intermédiation institutionnelle sorte des infrastructures de place dédiées.

— *Quelles sont les raisons qui justifient alors les possibilités ouvertes d'internalisation?*

Le débat sur l'internalisation a été lancé, à l'origine, suite aux questions

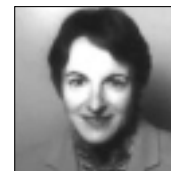
soulevées par certains acteurs sur la nécessité d'acheminer sur un marché majeur des ordres portant sur de très petites quantités de titres. Le problème a notamment surgi lors du grand boom des activités d'intermédiation sur internet, quand sont apparus des goulots d'étranglement pour accéder au marché, d'ordre purement technique, parce que des dizaines de milliers d'ordres arrivaient pour des quantités négligeables de titres.

« Le risque de l'internalisation est de permettre aux institutionnels de sortir des infrastructures de marché existantes alors qu'elles remplissent correctement leurs fonctions. »

Si l'on considère que les infrastructures, aujourd'hui, rassemblent correctement à la fois les ordres de détail et les ordres institutionnels, ce débat peut sembler un peu prématuré. Certains estiment même que l'on a importé un peu rapidement en Europe une problématique américaine, qui reflète la rivalité qui oppose le NYSE (*New York Stock Exchange*) et le Nasdaq plus automatisé, alors que les bourses européennes ont été informatisées quasiment dès le début.



Alain Pochet
Responsable
de l'activité titres
France, Pays-Bas,
Portugal



Sophie Gautié
Responsable
des affaires
européennes

BNP Paribas Securities Services

Quoiqu'il en soit, c'est probablement une bonne chose d'avoir ouvert le débat : si l'intérêt que peuvent trouver les acteurs des marchés à internaliser reste à évaluer, ces discussions auront au moins abouti à reconnaître la valeur des infrastructures européennes actuelles telles qu'Euronext.

— *Vous estimez, en revanche, que le projet de DSI a occulté certains points, notamment les activités post-marchés...*

L'objectif du projet de DSI est de créer les conditions d'une harmonisation des marchés financiers de la zone euro. La première DSI avait permis l'ouverture du marché européen en autorisant l'accès à distance aux infrastructures de règlement-livraison et de compensation. Le nouveau projet franchit une étape supplémentaire permettant aux participants de dénouer leurs transactions sur le système de leur choix. Mais les textes ne s'assurent d'aucune manière que ces systèmes sont dans des conditions équivalentes de concurrence et de fonctionnement.

Sans uniformisation au niveau européen, le risque est grand de voir certaines places où la réglementation n'est pas très contraignante, offrir un service à coût réduit, mais avec par exemple un reporting très limité, pas de ségrégation des ordres, etc.

Tous les intervenants sont d'accord sur le fait qu'il faut ouvrir l'Europe pour créer un large marché domestique ; en

Résolution du Parlement européen

Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne – principaux problèmes et défis futurs

Recommandations (extraits)

■ Article 2

Le Parlement européen invite la Commission, en coordination avec ses travaux sur la directive 93/22/CEE susmentionnée (ancienne DFSI, ndlr), à élaborer une directive spécifique portant, d'une part, sur la compensation et, d'autre part, sur le règlement-livraison établissant des règles communes, notamment en matière d'autorisation, de contrôle, de liberté d'établissement et de prestations de services, et un cadre commun en matière d'infrastructure.

■ Article 10

Le Parlement européen estime qu'un autre objectif devrait consister à éliminer les distorsions de concurrence ou les différences de traitement d'entités qui effectuent des opérations similaires de compensation et de règlement-livraison et qu'une infrastructure européenne de compensation et de règlement-livraison pleinement intégrée suppose que les droits d'accès aux systèmes soient généralisés, transparents, non discriminatoires et, surtout, effectifs.

■ Article 11

Le Parlement européen propose, pour les services « principaux » de règlement-livraison, une formule qui serait gérée, sous l'angle juridique, comme un service qui soit la propriété des utilisateurs et régi par les règles applicables à une entité sans but lucratif, compte tenu des investissements nécessaires, de manière à générer des coûts moindres sans fausser la concurrence, les agents étant dans le même temps les supports économiques de cette structure. [...]

■ Article 12

Le Parlement européen propose que les dépositaires centraux de valeurs mobilières fournissent des services d'infrastructure de règlement-livraison national et transfrontalier et de dépositaire central de titre sur une base exclusive, les services « à valeur ajoutée » devant être assurés par une structure partagée et soumise à surveillance qui resterait distincte, également au point de vue logistique [...].

contrepartie, il faut que les obligations pour sécuriser les échanges et protéger l'investisseur soient partagées par l'ensemble des ressortissants. L'objectif d'une trame réglementaire commune n'est pas d'en faire un objet de protectionnisme, mais, au contraire, de fixer les conditions d'une concurrence équitable.

— Quelles sont vos propositions pour aboutir à une trame réglementaire commune à la zone Euro ?

Le problème de fond est que le projet actuel de DSI couvre un éventail très large de sujets : gestion d'actifs, gestion privée, statut des conseillers en investissement. Dans ces conditions, la partie qui nous incombe, compensation et règlement livraison, qui pourtant est loin d'être

marginale, ne pourrait être traitée qu'à minima. Or, les activités post-marché sont essentielles au bon traitement des transactions, tant en termes d'efficacité et de coût, qu'en termes de sécurité et de prévention du risque systémique. La France a été largement pionnière dans ce domaine : elle a vu apparaître la première chambre de compensation pour les actions d'Europe, une des premières chambres de compensation sur les produits de taux ou sur les dérivés. L'opinion des établissements français, qui s'est exprimée à plusieurs reprises dans les réponses faites aux consultations lancées par la Commission européenne, est de traiter les activités de règlement-livraison et de compensation, non plus comme des activités auxiliaires, mais comme des activités principales.

Si nous considérons que le projet actuel de DSI peut encore être amélioré, il faut également un texte complémentaire spécifique, clairement centré sur les activités de compensation et règlement-livraison, et mis en œuvre selon le même calendrier.

— Quelles sont les points d'amélioration du projet actuel de la DSI et sur quels éléments porterait une directive dédiée aux activités post-marchés ?

Cela tient, par exemple, à la ségrégation des avoirs et à la comptabilité. Le sujet est austère, mais c'est la seule manière dans un monde dématérialisé, de concrétiser la propriété d'un bien et les droits résultant d'une opération. Si on achète un titre et qu'un événement majeur survient sur le marché, il faut savoir qui a droit à quoi. Sur certains marchés à forte croissance, en particulier dans les pays de l'Est dans les années 1990, bon nombre d'acteurs ont refusé de faire des profits, pourtant faciles, parce qu'ils considéraient qu'ils n'avaient aucune garantie sur la propriété ou sur le flux précédant la propriété.

Le texte de la DSI mérite également d'être précisé quant à l'ouverture du choix sur les systèmes de règlement-livraison. Toutes les plates-formes ne bénéficient pas du même statut, ni des mêmes conditions d'exercice. La majorité d'entre elles opèrent comme des mutuelles, pour le bien des participants, et sont fortement sécurisées par des liens exclusifs avec les banques centrales. D'autres cumulent ce rôle d'infrastructure essentielle, avec des activités de banque commerciale teneur de comptes, fournisseur de services à valeur ajoutée, qui relèvent de la sphère concurrentielle. La fausse bonne solution serait de dire que tous les systèmes de règlement-livraison obtiennent le statut bancaire, car cela inciterait l'ensemble des plates-formes à développer des activités à valeur ajoutée sur la base de leur position dominante, et à prendre des risques bancaires en concurrençant directement leurs participants. D'où le risque que cette ouverture sans norme pousse à normaliser dans un contexte probablement plus défavorable demain, à la fois pour la sécurité des marchés, mais également pour la concurrence au niveau des banques.

— *Comment préconisez-vous de gérer le cumul, par certains acteurs, des fonctions d'infrastructure de règlement-livraison et d'activités bancaires à valeur ajoutée?*

Ces réflexions rejoignent celles menées dans d'autres domaines comme l'électricité, les transports ou les télécoms : il s'agit de secteurs où l'infrastructure joue un rôle tout à fait crucial, mais il faut que tous les participants puissent exercer leurs activités dans un contexte de concurrence égale. Sur l'électricité, la conclusion a été de séparer les activités de production, de distribution et de transport.

« Le rapport final de Generoso Andria sur le clearing & settlement préconise la mise en œuvre d'une directive spécifique et l'accès ouvert et équitable aux infrastructures. »

La même question se pose en matière de règlement-livraison où les infrastructures jouent un rôle essentiel pour la stabilité et la sécurité des marchés financiers. Il nous semble essentiel de reconnaître le monopole naturel des infrastructures, à l'instar des services de réseau (électricité, contrôle aérien, transports, télécommunications). Nous estimons que la séparation stricte de ces deux types d'activité, fonctions d'infrastructure de règlement-livraison et fonctions bancaires exercées en concurrence avec les banques commerciales, est la solution la plus appropriée pour préserver la stabilité des marchés financiers européens et assurer un cadre de libre concurrence.

— *Qu'en est-il de la compensation, deuxième grand volet des activités post-marchés?*

Le deuxième point d'amélioration porte sur les chambres de compensation. Dans ce domaine, il existe aujourd'hui trois ou quatre chambres de compensation en Europe qui ont fait leurs preuves : LCH pour les produits

de taux, Clearnet pour les equities et les dérivés equities... L'Europe ne passera pas d'une structure d'une quinzaine de marchés à un marché unique avec un organisme de trading, un de compensation et un de règlement-livraison. Idéalement, la zone pourrait s'organiser autour de trois ou quatre hubs spécialisés.

Malheureusement, depuis deux ans, de nombreuses places financières créent des chambres de compensation pour prouver qu'elles ont à peu près le même niveau d'infrastructures que leurs voisins. Si cette hétérogénéité demeure, il faudra réfléchir à optimiser les liens entre les chambres de compensation comme la question se pose sur le règlement-livraison.

Par ailleurs, depuis le passage à l'euro, les marchés se sont intégrés verticalement entre les bourses, les chambres de compensation et les systèmes de règlement-livraison. C'est le cas d'Euroclear, qui a développé des liens avec Euroclear, de la Deutsche Börse en Allemagne, et la même tendance se fait jour en Italie, en Espagne ou en Scandinavie. Ce qui est à craindre, dans un tel contexte, est une incapacité, demain, à consolider ces silos sur le plan horizontal. Il faut organiser, sur le plan législatif, les conditions permettant l'harmonisation des infrastructures pour laisser la concurrence s'exercer de façon libre et efficace.

— *Le principe d'une nouvelle directive sur les activités de compensation et règlement-livraison est-il acquis à Bruxelles?*

Le parlement européen a adopté le 15 janvier 2003 le rapport final de Generoso Andria sur le clearing & settlement, qui répondait à une consultation de la Commission.

Nous partageons largement les recommandations de ce rapport (encadré). Il préconise notamment la mise en œuvre d'une directive spécifique et l'accès ouvert et équitable aux infrastructures. Il pose également le principe d'infrastructures de règlement-livraison gouvernées par leurs utilisateurs et opérées dans un but non lucratif, ainsi que la séparation des fonctions d'infrastructure et des activités bancaires concurrentielles, afin d'éviter toute monopolisation abusive du marché. ●