Le code de conduite : un complément naturel à la directive MIF

JOËL MÉRÈRE
Président, European Central Securities Depositories Association (ECSDA)

La directive MIF ne s'intéresse pas aux relations entre acteurs du post-marché pas plus qu'elle n'aborde les conditions d'exercice de l'obligation faite aux marchés réglementés d'offrir à leurs membres/participants le choix du système de règlement. Mais ces aspects sont d'évidents pré-requis à la mise en œuvre de ses dispositions. D'où l'intérêt du code en ce qu'il en constitue un complément naturel.

Dans ses articles 34, 35 et 46, la directive MIF fait une incursion dans le domaine du post-marché. Dans l'article 34, elle garantit aux entreprises d'investissement, sur une base non discriminatoire, un droit d'accès aux *« systèmes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement »* de l'ensemble des États membres et exige des marchés réglementés qu'ils offrent *« à tous* [leurs] *membres ou à tous* [leurs] *participants le droit de désigner le système de règlement »* de leur choix sous certaines réserves. Ce même article stipule toutefois que les opérateurs desdits systèmes gardent le droit *« de refuser l'accès à leurs services pour des raisons commerciales légitimes »*.

L'article 35 étend aux opérateurs de marché exploitant un système multilatéral de négociation (MTF) les dispositions visant à assurer le choix de l'accès à *« une contrepartie centrale, un organisme de compensation ou un système de règlement »* sous réserve cependant de la préservation d'un *« fonctionnement ordonné dudit MTF »*. Des dispositions analogues sont prévues à l'article 46 pour les marchés réglementés.

Le code et sa structure générale

On ne reviendra pas ici sur la genèse du code de conduite, fruit de longues discussions et d'une suite de rapports sur l'éventuelle nécessité de réglementer les opérations de post-marché, ayant de fait abouti au constat d'une absence de compétition au niveau du post-marché pour le marché des actions, ceci étant considéré comme étant à l'origine d'un niveau de coût trop élevé pour les opérations transfrontalières[1]. Ce constat, combiné avec la volonté du commissaire McCreevy d'aller vers une « meilleure régulation » et non vers « plus de régulation » a abouti à la proposition faite à l'industrie (en substance les organisations en charge respectivement de la négociation, de la compensation et du règlement-livraison) de s'engager sur la mise en œuvre d'un certain nombre de principes : le code de conduite est donc ce que l'on peut appeler une « autorégulation »[2] par opposition aux formes de régulation « classiques » telles qu'une directive.

Il convient de reconnaître au code une très grande cohérence dans sa structure puisque les trois piliers principaux qui en constituent l'ossature (si l'on met de côté le quatrième pilier qui concerne la supervision – *monitoring* – de la mise en œuvre et dont l'élément central est le *monitoring committee* – MOG – présidé par la Commission) forment un ensemble indissociable et complet : chaque pièce est indis-

1. Dont on n'essaiera pas ici de donner une définition tant les interprétations possibles de ce qu'est une opération transfrontalière peuvent varier d'un expert à l'autre.

2. Traduction certainement peu élégante de l'expression anglaise plus couramment utilisée : *self-regulation*.

pensable pour atteindre de l'objectif recherché qui est le développement de la compétition dans les activités de post-marché sur le segment des actions. En revanche, les difficultés potentielles de mise en œuvre de chacun de ces piliers sont certainement de niveaux différents.

Transparence des prix

Ce premier volet a été mis en œuvre sans problème à la date prévue par le code (fin décembre 2006). Il a consisté essentiellement pour l'ensemble des signataires[3] à rendre leurs grilles tarifaires publiques, ainsi que les conditions (par exemple, critères d'éligibilité pour les participants) dans lesquelles des rabais ou des ristournes (par exemple, par application de tarifs dégressifs) pouvaient être mis en œuvre. L'objectif était de permettre aux utilisateurs de comprendre les prix auxquels leur étaient facturés les services, mais également de leur permettre d'opérer une réconciliation entre leurs factures et les tarifs affichés. De plus, le code attendait des infrastructures qu'elles fassent un effort particulier pour rendre leurs prix comparables. C'est ce qui a été fait en particulier par les CSD[4] qui, sous l'égide de l'ECSDA, ont mis en œuvre et publié un document appelé « table de conversion ». Ce document fournit une description des services offerts par chaque CSD, sur la base de la typologie établie par le code lui-même[5], ainsi qu'une correspondance entre ces services et les rubriques tarifaires publiées par ce même CSD. Ainsi, sur la base d'une typologie de services commune, un participant devrait être à même de mieux comparer les prix offerts par différents CSD.

Bien entendu, les utilisateurs auront à confirmer la pertinence et la validité de cette approche : des discussions ont eu lieu régulièrement avec les utilisateurs et ces derniers devraient faire à nouveau un rapport au MOG sur ce sujet dans les mois qui viennent.

> *« L'objectif est de créer entre les infrastructures les conditions techniques permettant une véritable concurrence et, en particulier, la mise en œuvre des dispositions de la directive MIF. »*

Accès et interopérabilité

L'objectif est de créer entre les infrastructures les conditions techniques permettant une véritable concurrence et, en particulier, ainsi que mentionné plus haut, la mise en œuvre des dispositions de la directive MIF. En résumé, les dispositions de ce chapitre du code couvrent, sous le terme générique « accès et interopérabilité », l'ensemble de la chaîne de traitement :

- flux envoyés par les marchés/plateformes de négociation vers les chambres de compensation (ou directement vers les systèmes de règlement-livraison lorsqu'il n'y a pas de contrepartie centrale) ;
- flux envoyés des chambres de compensation vers les systèmes de règlement-livraison ;
- accès/interopérabilité entre chambres de compensation ;
- accès-interopérabilité entre systèmes de règlement-livraison/CSD.

Ce chapitre est certainement le plus compliqué et le plus délicat. Il a d'ailleurs fait l'objet, aux termes des dispositions mêmes du code (art. 4), d'un protocole additionnel spécifique (*Access and Interoperability Guideline*) publié le 28 juin 2007 (ici également dans les délais imposés par le code), qui précise l'étendue et les conditions de mise en œuvre des dispositions du code. La complexité et la difficulté de mise en œuvre évidentes de ce chapitre viennent du fait que, contrairement à la transparence des prix et au 3e chapitre, il ne s'agit plus ici d'une démarche individuelle de la part de chaque organisation mais d'un processus nécessitant une négociation entre deux parties et touchant à l'essence même de la compétition. On ne reprendra pas ici toutes les dispositions de ce protocole[6] mais on se contentera d'évoquer certaines questions soulevées par sa mise en œuvre.

Tout d'abord, il y a aujourd'hui un relatif consensus parmi les « acteurs » du code pour reconnaître que le niveau « chambre de compensation » va constituer le facteur clé du succès du code. Cela suppose donc de la part des chambres de compensation :

- une capacité (technique et « politique ») des chambres de compensation à recevoir des flux de négociation en provenance de différentes plateformes de négociation ;
- une capacité des chambres de compensation à établir l'interopérabilité sur une base dite *« peer-to-peer »* (par opposition à la situation où une chambre de compensation est simplement un membre d'une autre chambre de compensation) tant d'un point de vue purement technique que d'un point de vue de gestion des risques (la dimension « risque » étant en particulier un facteur susceptible d'entraîner un refus d'accès – code, art. 30) ;
- une capacité des chambres de compensation à envoyer/gérer les flux de règlement-livraison vers plusieurs systèmes de règlement.

Ensuite, certains acteurs se demandent dans quelle mesure le code ne va pas aboutir à créer le fameux *spaghetti network*. En réalité, même si un tel résultat est possible en théorie au regard de la situation créée par le code, il apparaît peu probable en pratique. D'abord parce que toutes les infrastructures ne vont pas se lancer dans une « quête » de liens

3. Le code devait être signé par les infrastructures de marché et de post-marché de l'Union européenne (qui se trouvaient en même temps être membres de FESE – *Federation of European Securities Exchanges* –, EACH – *European Association of Clearing Houses* – et ECSDA – *European Central Securities Depositories Association* –, d'où le rôle joué par ces associations dans la négociation du code avec la Commission européenne. En revanche, le code a été signé par chaque infrastructure individuellement). En réalité, le code a été signé également par des infrastructures n'appartenant pas à des pays de l'Union européenne telles que les infrastructures de Suisse et de Norvège.

4. Dans un souci de simplicité on utilisera indifféremment ici CSD (*Central Securities Depository*) ou système de règlement-livraison bien que les deux termes ne soient pas strictement équivalents.

5. Article 39 : services de conservation/règlement-livraison/offre de crédit (si applicable)/prêt-emprunt de titres (si applicable)/*collateral management* (si appplicable).

6. Le lecteur intéressé par le détail est vivement encouragé à se reporter au protocole lui-même, disponible sur les sites Internet des associations déjà nommées ou sur le site de la Commission.

tous azimuts (parce que la mise en œuvre peut être extrêmement coûteuse pour le demandeur lui-même), ensuite parce qu'une infrastructure recevant de multiples demandes de « connexions » (flux/liens) n'est pas tenue de donner une suite favorable à l'ensemble des demandes, dès l'instant que le refus opposé à certains demandeurs peut s'appuyer sur des critères rigoureux et objectifs.

Peut-on considérer ce chapitre du code comme un succès à ce stade ? À l'évidence non puisque, pour l'instant, même si de nombreuses lettres/requêtes ont été adressées, aucune n'a encore été suivie d'effet. Il serait cependant tout aussi inexact, à ce stade, de dire que ce chapitre du code est un échec puisqu'à l'évidence des négociations/discussions sont en cours entre les « expéditeurs et les destinataires » des lettres de requête et qu'il convient d'attendre le résultat de ces négociations pour pouvoir déjà porter un premier jugement sur l'impact positif du code. On peut sans difficulté imaginer que cet aspect sera au cœur des attentes de la Commission lors de la prochaine réunion du MOG (21 janvier 2008).

« Dégroupage[7] » des services et séparation comptable

Le 3e pilier du code vise à assurer, d'une part, un libre choix des utilisateurs des infrastructures en cela qu'il doit garantir que si un utilisateur n'utilise qu'un ou qu'une partie des services fournis par une infrastructure, il pourra n'acheter que ce(s) service(s) et ne paiera que pour le(s) service(s) effectivement fourni(s)[8], d'autre part, une absence de subventions croisées aboutissant à fausser la compétition. Ce chapitre concerne en fait deux situations plus précisément : d'une part, les groupes ou entités qui recouvrent sous une même structure légale ou un même groupe deux des trois niveaux (négociation, contrepartie centrale, système de règlement) ou les trois, d'autre part, les CSD sur la base des dispositions de l'article 39[9]. Le dégroupage des services devrait être en place comme prévu pour la fin 2007 et la séparation comptable applicable à partir des chiffres de l'exercice 2008 (sauf pour les entités déjà capables de fournir les informations demandées sur une base trimestrielle ou semestrielle dans le courant de l'exercice 2008).

Succès ou échec ?

Comme déjà indiqué ci-dessus, il est manifestement inexact de dire aujourd'hui que le code est un échec et ce, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il convient de rappeler que de très nombreuses voix avaient exprimé les doutes les plus profonds quant à la capacité des infrastructures de se mettre d'accord sur un tel document : au prix d'un effort significatif, ces dernières sont parvenues à finaliser un code en trois mois (le même effort ayant ensuite été fourni pour le protocole sur l'accès et l'interopérabilité). Ensuite, ces mêmes infrastructures ont été capables de « délivrer » les objectifs attendus dans les délais requis. Ceci a été publiquement reconnu par le commissaire McCreevy. Enfin, et de manière plus générale, il est indéniable que le code a d'ores et déjà, en parallèle avec d'autres initiatives, entraîné des changements dans les esprits et fait prendre conscience à certains acteurs de la nécessité (voire de l'urgence) des adaptations.

> *« Il ne faut pas oublier que le succès du code, comme celui d'autres initiatives, telles que Target 2 Securities, est étroitement lié à celui de l'élimination des barrières Giovannini. »*

Au-delà des discussions qui viennent juste de s'ouvrir sur une possible extension du code à d'autres classes d'actifs (taux fixes et dérivés) et qui posent, entre autres, la question d'une éventuelle extension du code à d'autres signataires que les signataires d'origine, le point le plus sensible reste cependant l'accès et l'interopérabilité, pour toutes les raisons (y compris techniques) évoquées ci-dessus : là se trouve le véritable challenge du code. Les prochains mois seront cruciaux à cet égard. Aboutira-t-il également à créer plus de fragmentation là où certains jugent une consolidation nécessaire ? Il est bien sûr difficile de répondre « non » à cette question dans la mesure où, combiné avec la directive MIF, le code vise à plus de compétition. Cependant, ceci peut aussi être vu comme un « chemin de traverse » (à condition bien sûr qu'il ne soit pas trop coûteux) permettant à terme d'aboutir en tout cas à certaines formes de regroupement.

Enfin, il ne faut pas non plus oublier que le succès du code, comme celui d'autres initiatives, telles que Target 2 Securities, est étroitement lié au succès d'une autre et plus ancienne initiative qui en est la clef de voûte : l'élimination des barrières Giovannini (*encadré*). En effet, sans l'élimination de ces barrières, spécialement celles qui relèvent de la responsabilité du secteur public, de sérieux obstacles continueront à limiter les bénéfices tant de la compétition que de la consolidation. ■

Les barrières Giovannini

■ **Le groupe Giovannini a été créé en 1996 pour conseiller la Commission européenne afin d'identifier les facteurs d'inefficacité des marchés européens et de proposer des solutions pratiques pour améliorer l'intégration du marché.** Dans un rapport de novembre 2001, il a énuméré quinze barrières aux transactions *cross border* en matière de compensation et de dénouement. Ces quinze barrières se subdivisent en trois familles :
– les différences techniques nationales et les différences de pratiques de marché
– les disparités fiscales
– les incertitudes juridiques.
Différents groupes (le *Clearing and settlement advisory and monitoring expert group* – CESAME…) ont été créés depuis, pour travailler à l'élimination de ces barrières.
Source : Global Assets - lettre d'information SG CIB

7. *Unbundling*.
8. Ceci n'interdisant pas, en revanche, la vente et la tarification de services groupés.
9. Cf. note n°6.