

Systemes de place : le défi européen



- 18 → **Le défi d'une Europe domestique efficace**
- 22 → **Le manque de visibilité inquiète les utilisateurs**
- 26 → **La Directive sur les services d'investissement autorise l'internalisation**
- 28 → **La responsabilité de l'intermédiaire dans les opérations de règlement-livraison**

Voir aussi *Banque Stratégie* n° 217 à paraître le 9 juillet 2004, incluant le thème des systèmes de place.

En matière d'infrastructures de place, la France fait partie des bons élèves : forte intégration, interopérabilité, sécurité et coûts raisonnables caractérisent ses systèmes interbancaires. Mais aujourd'hui le cadre opérationnel n'est plus national mais européen, avec en ligne de mire l'harmonisation des infrastructures de marché et post-marché. Cette nouvelle dimension conduit en premier lieu à des investissements dont l'ampleur pose la question de la rentabilité de ces métiers d'infrastructures. Parallèlement, la construction européenne doit préserver les conditions d'une concurrence loyale entre les différents systèmes, sans concession sur les normes de sécurité. Certes, le mouvement est déjà lancé. Depuis dix ans, d'importants regroupements domestiques mais aussi transfrontières ont vu le jour. Des premières réponses réglementaires ont été apportées, avec par exemple dans le domaine des titres, la nouvelle directive sur les services d'investissements ; d'autres sont en cours d'élaboration. Mais en dépit du chemin déjà parcouru, les professionnels du secteur ne se font pas d'illusion : il faudra encore beaucoup de temps et d'efforts pour parvenir au but.

Le défi d'une Europe domestique efficace

Harmoniser les infrastructures des systèmes de place en Europe est une priorité pour l'industrie financière. Seul un consensus général permettra d'améliorer la compétitivité des réseaux d'échanges internationaux.



ÉDOUARD-FRANÇOIS DE LENCQUESAING

Consultant

Netmanagers

“Entre les forces top-down via la Communauté européenne et les forces bottom-up nationales, le véritable défi est celui du processus de décision.”

LE PLAN D' ACTIONS SUR LES services financiers (PASF) 2000-2005 proposé par la Commission européenne s'est concentré avec un certain succès sur l'amont de la sphère financière européenne (intermédiaires : DSI, gestion : UCITS, marché : finalité, émetteurs : prospectus, OPA...). Au fil du temps, une réalité s'est imposée. La finance n'est pas seulement un conglomérat d'acteurs et de produits contribuant à un métier d'intermédiation au profit de clients, c'est aussi une industrie de flux, ce qui est d'ailleurs sa vocation historique. Tous les services amonts génèrent des transactions (instructions : achats/ventes, exécution de transferts : virements, prélèvements, règlements/livraison de titres). In fine, tout se termine

dans des comptes plus ou moins distants via des chaînes d'acteurs de plus en plus complexes. Chacun de nos pays a réussi à gérer cette complexité avec plus ou moins de bonheur, mais au total, avec une certaine efficacité. Les experts du PASF, cherchant à promouvoir les conditions d'une pragmatique construction européenne « domestique », ont dû se rendre à l'évidence que ces belles constructions amonts ne

peuvent réellement déboucher sur cette Europe « efficacement » domestique sans passer par les couches basses de l'industrie financière : les métiers d'infrastructures, les métiers des paiements et des titres répartis entre les intermédiaires eux-mêmes et les infrastructures centrales. Ce cœur de la finance historique s'en est profondément éloigné culturellement sous la double évolution de sa dimension trop technique et de sa faible rentabilité perçue, les marges se calculant plus sur les métiers amonts. Cette couche jugée bien contraignante a fait l'objet d'une grande illusion « politique » : « *Puisque c'est compliqué, laissons les forces du marché trouver les solutions* ». Et nous en sommes toujours là !

Il faut cependant être réaliste : la question des infrastructures n'est pas toujours politiquement correcte. Elle s'oppose au pragmatisme ambiant car elle s'inscrit dans le temps, structurant une filière pour plusieurs années et nécessitant donc une vision (beaucoup de ces infrastructures sont au-delà de leur 25^e anniversaire : SIT – Système interbancaire de télécompensation, Swift, réseaux cartes...). Ces infrastructures tirent leur pleine efficacité d'une forte concentration et donc structurellement d'une position quasi monopolistique. Elles sont plus *users oriented* que classiquement balancées entre des action-

naires et des clients. Par construction, elles impliquent la coopération des *users* pour la conception, le financement, la gestion. C'est la rançon de l'efficacité pour les clients et pourtant on parle d'entente. Enfin, ces infrastructures posent de nombreuses interrogations stratégiques d'impact sur les barrières à l'entrée de telle ou telle filière et donc de la relation entre les grands et les petits acteurs, mais aussi de l'organisation de la chaîne de valeurs entre intermédiaires et clients finaux (distribution, entreprises, grand public).

VERS UN NOUVEL ÉQUILIBRE

On peut se demander comment ces obstacles ont été contournés. Chaque pays y apporte une réponse plus ou moins judicieuse. Mais la France fait

partie probablement des meilleurs élèves. Le corpus technique, juridique et pratique de ces couches basses de notre industrie a atteint un certain optimum qui se traduit par une des plus fortes intégrations des « moteurs », une des plus grandes interopérabilité entre réseaux de distribution financiers (DAB) ou entre filières (titres et paiements CRI – RGV), une des plus grandes sécurités (un des plus bas taux de fraude mondiale en monétique) et à l'évidence des coûts assez bas (SIT = 0,216 cents d'euros vs. Swift = 15 cents d'euros).

Aujourd'hui, ce bel équilibre doit bouger et passer, sans phase de déséquilibre, à un nouvel équilibre générant plus de valeur. Il doit bouger à cause de deux forces : les nouvelles technologies (obsolescence de la technologie SIT, passage

de Swift à internet avec Swit-Net, protocole EMV en monétique...) et la construction d'une Europe résolument domestique. Entre les forces *top-down* via la Communauté européenne et les forces *bottom-up* nationales, le véritable défi est celui du processus de décision.

Au niveau européen, les voies sont diverses. L'exemple des paiements s'est traduit, après de nombreuses années de bataille et d'incompréhension et un règlement figeant les prix intra-européens sur les prix domestiques, par la reprise en main de ce domaine par l'industrie financière elle-même organisée au travers d'un comité stratégique, *European payment council* (EPC) qui s'est engagé à trouver les moyens pour faire de l'Europe une *single payment area* autour, dans un premier temps, de l'ABE (Association bancaire pour l'euro).

De leur côté, les banques centrales, en tant qu'infrastructures de gros montants, ont décidé d'aller beaucoup plus droit au but qu'en matière de règlement/livraison de titres, sans compromis avec les risques ou avec une sorte de pluralité compétitive. Tous les systèmes *Real time gross settlement* (RTGS) domestiques vont fusionner dans un seul système Target 2 d'ici à 2007 (autour du

arrêter précisément le rôle de la monnaie centrale, de la finalité et du DVP (*delivery versus payment*) dans les systèmes R/L. La balle est donc du côté domestique. Chacun de nos systèmes doit être revu dans cette perspective européenne : être un pôle de consolidation ou devoir être consolidé ?

En matière de titres la France a choisi de montrer l'exemple et de déclencher le processus de consolidation des CSD (dépositaire central de titres) en vendant la Sicovam à Euroclear. Peut-on dire qu'il y a là une sorte de déception ? Il y a au moins une très forte divergence sur le modèle. L'idée était d'aller vers un modèle domestique charpenté autour d'un réseau de CSD classique tel que connu dans chacun de nos pays et dans l'ensemble du monde sans ambiguïté.

LES INFRASTRUCTURES, ENJEU PRIMORDIAL

Le modèle ambiant actuel relayé par le projet de rapport CESR – BCE est plus celui d'infrastructure *cross-border* s'appuyant sur des fonctions bancaires et des risques financiers pour pourvoir à des supposés besoins de liquidité que le projet avec Target ne pourrait fournir. Comment penser une Europe domestique et en même temps promouvoir un modèle non domestique ? L'Europe ne part-elle pas avec une coûteuse guerre de retard ? Il faut espérer que la Commission européenne sorte de sa neutralité et prenne courageusement ses responsabilités pour trancher de manière pragmatique et volontariste ce nœud gordien qui risque de fragiliser l'Europe dans sa compétition mondiale. La consultation en cours pour le 31 juillet et son idée de directive cadre est donc un rendez-vous à ne pas manquer. Mais soyons réalistes : à travers ce processus, les règles du jeu seront fixées d'ici à plusieurs années. Les choix stratégiques de consolidation ou de déploiement européen pour les intermédiaires seront faits avant.

Euroclear lance la construction d'un moteur commun à sa banque et à ses CSD (SSE – SAP) pour plus de 200 millions d'euros. Là aussi, notre défi est de concevoir un consensus et une vision commune. Souhaitons qu'une sorte de « *European securities council* » se mette en place rapidement. L'urgence est criante !

“Les infrastructures sont déterminantes, non pas dans la compétition entre nos places financières, mais pour que celles-ci soient compétitives vis-à-vis du reste du monde.”



moteur allemand RTGS +). Cela a le mérite de la simplicité structurelle. Cette décision réaliste en fait déclenche une sorte de séisme stratégique car par « éfraction » se posent toutes les questions de l'urbanisme des systèmes avals appelés *ancillary system*, c'est-à-dire toutes les chambres de *clearing* titres et paiements qui doivent se déverser en fin de journée dans le système central, et il y en a 111 dans 25 pays d'Europe... À l'évidence, cela est trop. Il faudra déclencher des processus de consolidation et aussi

La France dans le domaine des paiements a un double rendez-vous. Sa monétique est d'une certaine manière remarquable. Elle sera à réinventer pour l'adapter à l'espace domestique européen sans en perdre son ingéniosité et son efficacité. Comment être moteur sans être arrogant ? Réel défi !

Le SIT est aussi une sorte de modèle mondial par les volumes traités, les coûts et la sécurité : 100 % des paiements sur une seule plate-forme, près de 12 milliards de paiements sur 60 en Europe. Le SIT ne peut être qu'un pôle de consolidation incontournable. Se posent alors des questions complexes : maintien de l'efficacité actuelle sans turbulence, élargissement des fonctionnalités vers un réel STP (*straight through processing* - automatisation de bout en bout) comme promu dans le monde Swift, relations fonctionnelles entre les communautés se partageant le « moteur », processus de financement et de gouvernance de la nouvelle infrastructure. Un plan prag-

matique et conservateur était débattu en novembre 2003. Ne peut-on être plus ambitieux ? Il y a probablement urgence. Les Italiens ont pris des initiatives intelligentes en vendant leur moteur à l'ABE, participant ainsi à une forme de consolidation et les Anglais ont remodelé BACS pour mettre cette structure maintenant commerciale sur orbite européenne avec à terme... 5 milliards de paiements !

Guerre de mouvement, ou guerre de tranchée ? Les infrastructures sont réellement au cœur de notre Europe domestique qu'attendent les clients. Une Europe qui s'appuie sur ces principes promus par Paris-Europlace : transparence, service du client, concurrence, sécurité, faibles coûts... Ces infrastructures sont déterminantes, non pas dans la compétition entre nos places financières, mais pour que nos places ensemble soient compétitives, vis-à-vis du reste du monde. Il y a donc urgence à se presser, lentement mais sûrement, et à trouver des décideurs éclairés, courageux et pragmatiques. ■

Le manque de visibilité inquiète les utilisateurs



**MARIE-THÉRÈSE
AYCARD**

Associé

Eurogroup

L'harmonisation des infrastructures des systèmes de place en Europe

ne présente pas que des avantages. Bien que les utilisateurs soutiennent cette démarche, nombre d'entre eux s'interrogent sur les coûts de sa mise en place et les conséquences des solutions mises en œuvre.



PIERRE MONTEILLARD

Associé

Eurogroup

LES MARCHÉS FINANCIERS ET les infrastructures post-marchés connaissent depuis de nombreuses années des évolutions visant à accroître la sécurisation, à favoriser l'expansion des marchés européens, à simplifier les modalités d'échanges. Après dix ans de regroupements domestiques des bourses et des systèmes de règlements-livraison, d'émergence des chambres de compensation, les évolutions en cours ont changé d'échelle, affichant désormais une échelle européenne et non plus une échelle domestique. Cet état de fait explique l'ampleur des nouveaux projets, avec une dimension « usages, réglementations, aspects juridiques et fiscaux » hétérogène selon la provenance géographique des acteurs.

Il faut tout d'abord s'intéresser essentiellement aux émetteurs et aux investisseurs, les autres acteurs étant intermédiaires au service de ces deux derniers. Il faut toutefois les distinguer : autant les émetteurs ont manifestement un réel besoin vis-à-vis d'infrastructures européennes, autant ce n'est

pas véritablement le cas de tous les types d'investisseurs. Ainsi, pour les émetteurs, la priorité est de placer les titres de leur société le plus largement possible, au sein de l'Europe, voire plus loin encore. Ils doivent aussi pouvoir intervenir dans un marché unique, ou au moins sur des marchés homogènes en termes de règles. On en est encore loin, et nombre d'émetteurs se retirent de certaines cotes pour privilégier une cotation à New York. En ce qui concerne l'investisseur, celui-ci doit avoir accès à la gamme la plus large possible de titres, avec des règles fiscales similaires, et tout au moins compréhensibles, et des coûts non prohibitifs. Force est de constater que l'essentiel des investisseurs reste investi en titres domestiques (95 à 98 % des ordres sur OPCVM en France, jusqu'à 98 % des ordres de bourse dans certains réseaux bancaires). Si cette situation existe, c'est avant tout le fait d'une méconnaissance des valeurs étrangères. L'intensité du besoin d'ouverture internationale, qui est le fondement de toutes les actions

d'harmonisation, reste douteuse. Au moins, il est juste de préciser que cela n'intéresse que les investisseurs professionnels.

LES BESOINS DES INTERMÉDIAIRES

De leur côté, les intermédiaires expriment un besoin majeur d'accès aux infrastructures de l'ensemble du marché. Pour pouvoir traiter sur l'ensemble du marché européen, ils souhaitent que le nombre des infrastructures se réduise massivement et que leurs règles de fonctionnement s'harmonisent. Autant que la traduction d'un besoin « client », leur motivation doit s'analyser comme la condition leur permettant de se concurrencer entre eux plus fortement, et la voie centrale vers le développement de leur marché. Cependant, alors même qu'ils font partie des principaux demandeurs de cette

construction, ils craignent que celle-ci ne nécessite des investissements trop importants.

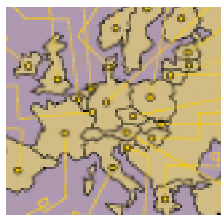
- **Le transmetteur d'ordres** apporte de la valeur à ses clients en pouvant adresser les ordres de façon sécurisée, en STP (*Straight-Through Processing*), à moindre coût, quel que soit le marché sélectionné. Au-delà de son marché domestique et des États-Unis, le transmetteur d'ordres souhaite couvrir toutes les bourses européennes. La faiblesse

“ Bien que les intermédiaires fassent partie des principaux demandeurs de la construction des infrastructures, ils craignent que celle-ci ne nécessite des investissements trop importants. ”

des volumes sur ces marchés et le caractère domestique de la distribution des titres restent toutefois des freins importants à tout investissement.

- **Le broker** effectue en toute sécurité, dans l'intérêt de ses clients, les négociations sur le marché sélectionné, et choisit, au mieux de son intérêt, la structure de compensation la plus appropriée.
- **Le compensateur** concentre le maximum d'opérations face à une même chambre de compensation, apporte de la valeur à ses clients négociateurs purs, maîtrise son risque et choisit les processus de règlement-livraison en fonction des dépositaires centraux cibles.
- **L'acteur règlement-livraison** est en mesure de communiquer facilement et de façon homogène avec l'ensemble des dépositaires centraux, et de limiter autant que faire se peut les processus de « re-livraisons » lourds en termes de temps et générateurs de risques et de coûts inévitablement refacturés aux clients.

“ Malgré toutes les discussions en cours, les harmonisations ne sont pas pour demain. ”



- **Le conservateur teneur de compte** sauvegarde les stocks de ses clients quelle que soit l'origine des actifs, et apporte tous les services juridiques et fiscaux de la façon la plus éclairée et transparente possible.
- **Le gestionnaire** se concentre sur la sélection des valeurs, en s'affranchissant autant que faire se peut des particularités de marchés et d'infrastructures post-marchés.
- **Le distributeur** doit avoir à la fois la gamme de produits la plus large possible à offrir et, en corollaire, atteindre une gamme de clients plus large qu'une unique gamme domestique.

Ces priorités, dont la liste pourrait être enrichie au regard des attentes des autres acteurs tels que les valorisateurs, les contrôleurs dépositaires, convergent toutes vers une harmonisation des règles. L'harmonisation juridique et fis-

cale a, certes, un intérêt évident pour la simplification des processus, mais au-delà, les acteurs attendent une harmonisation des infrastructures marchés et post-marchés.

Au final, cette impérieuse nécessité d'harmonisation est-elle une évidence ? L'investisseur qui est inévitablement repéré par tous les acteurs de la filière pour supporter le financement de cette opération est probablement le moins concerné. Qui lui demande s'il est prêt à payer ce projet pharaonique ?

VERS UN PROCESSUS INTÉGRÉ ?

Les infrastructures de marchés et post-marchés regroupent les marchés, les chambres de compensation, les systèmes de règlement-livraison et les dépositaires centraux et internationaux. En l'état des idées de la Commission européenne, l'harmonisation et la consolidation de l'ensemble de ces infrastructures sous-entendent, pour les utilisateurs, un libre choix d'accès et une saine concurrence au sein de chaque catégorie d'infrastructure. Cela présuppose également que ce soit les infrastructures absorbantes qui payent (et donc décident) des investissements, charge à elles de les financer par les synergies dégagées et par leurs clients. Ce concept, intellectuellement séduisant, conduirait inévitablement à une concentration rapide, éventuellement préjudiciable à la saine concurrence. Pour illustration, uniquement sur le marché Euro-next, ceci implique que LCH.Clearnet, chambre de compensation, soit en mesure (quelle que soit la valeur compensée), et au choix du client du compensateur, de régler-livrer en toute sécurité l'ensemble des dépositaires centraux. Par construction, ceci implique que chaque dépositaire central soit à même de conserver lesdits titres. Un tel modèle nécessite des refontes lourdes en termes de système d'information et de protocoles d'échanges, que tous les dépositaires centraux ne peuvent engager, accélérant ainsi la concentration. Cette éventuelle situation de concentration, alliée à une possibilité de mixer des objectifs commerciaux au rôle d'infrastructure accentuerait encore le risque de ne pas

maintenir une saine concurrence. Dans le prolongement de cette perspective, les acteurs utilisateurs attendent une scission claire en termes de catégorie de risques acceptables par une infrastructure. Nombreux sont les acteurs qui, face à cette situation, réitérent la nécessité de recourir à un cadre de gouvernance précis, dissociant les intérêts des infrastructures des intérêts commerciaux.

Malgré toutes les discussions en cours, les harmonisations ne sont pas pour demain. En effet, faute de visibilité sur l'objet à bâtir, et de clarté sur le montant de l'investissement, l'expérience pratique devrait prouver que les coûts devraient être très élevés pour des gains escomptés très incertains, et surtout pas pour tous. En France notamment, les acteurs bénéficient d'infrastructures remarquablement efficaces, un ordre de bourse revient aujourd'hui à cinq euros et un ordre de souscription d'OPCVM à un à deux euros, contre deux à dix fois plus dans nombre de pays proches. L'harmonisation européenne devrait dégrader très fortement ces coûts de production. Les investisseurs et leurs représentants, les gestionnaires d'actifs et les distributeurs ne tarderaient pas à réagir devant des investissements qui non seulement ne rapporteraient pas mais qui dégraderaient l'exploitation.

UNE ATTENTE D'HARMONISATION AU SERVICE DU BUSINESS

Comme les projets d'évolution des infrastructures, les groupes bancaires sont désormais à minima européens et croisent les intérêts des *business lines* aux intérêts géographiques des filiales et succursales. Plusieurs interrogations se posent : comment harmoniser les accès aux marchés et limiter les *memberships*, comment pouvoir attribuer les fonctions de la chaîne titres à différents pays, en préservant les intérêts des *business lines* ? Ces sujets conduisent à des choix stratégiques structurants, qui ne peuvent être mis en œuvre qu'en fonction des évolutions effectives des infrastructures et de la législation. Tant les acteurs utilisateurs, que leurs prestataires informatiques sont amenés aujourd'hui à décider des investissements

lourds sans avoir toutes les garanties de la pérennité des solutions mises en œuvre. Le besoin de visibilité sur le calendrier des réformes est fort. Pour autant, même si les places ont considérablement évolué depuis vingt ans, les projets à venir ne cessent d'être décalés et manquent cruellement de précisions quant à leurs déclinaisons.

“ Même si les places ont considérablement évolué depuis 20 ans, les projets à venir ne cessent d'être décalés et manquent de précisions quant à leurs déclinaisons. ”

Les acteurs utilisateurs attendent de l'harmonisation, et des projets qui s'y rapportent, une contribution à leur business. Tout projet tendant à réduire les coûts des échanges transfrontaliers, à fluidifier les processus, et à rendre plus attractifs les marchés européens est bien évidemment plébiscité par la profession. Pour illustration, la dernière DSI (*voir article suivant*), avec la possibilité d'internaliser les ordres, contribue à un projet à vocation business. Aussi certains établissements s'y intéressent de très près. Pour autant, certains freins subsistent encore, tenant particulièrement à l'impact de telles évolutions sur les *business plans* de certaines entités de la chaîne titres.

D'autre part, la volonté louable de défendre l'investissement impose des contraintes telles que la mise en pratique de nouvelles réformes est extrêmement difficile.

En complément, une grande vigilance est apportée aux réformes visant à renforcer les contraintes de plus en plus fortes relatives au *reporting* réglementaire, aux règles prudentielles et aux exigences de fonds propres corrélées aux risques. Les acteurs utilisateurs soutiennent une harmonisation au service du business, mais craignent une harmonisation exagérément bureaucratique. ■

La DSI autorise l'internalisation



JEAN-CHRISTOPHE DURAND

Project manager

Smart Trade Technologies

Après quatre années de pourparlers, l'Union européenne vient de finaliser la nouvelle Directive sur les services d'investissement. Celle-ci est considérée comme une avancée majeure pour l'unification des systèmes de place en Europe.

LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE SUR les services d'investissement (DSI) vise à accorder la réglementation avec la réalité actuelle des marchés financiers où un nombre croissant de transactions est exécuté par les Systèmes alternatifs de trading (SAT), ou bien sont internalisées par les banques en dehors de la juridiction des marchés réglementés.

Cette nouvelle proposition, approuvée et publiée fin mars 2004 par le Parlement et les gouvernements européens, autorise les fournisseurs de liquidité tels que les banques, à internaliser une partie de leur flux de transactions. L'internalisation consiste à apparier des ordres de clients en interne, alors qu'il était jusqu'à présent obligatoire de les trans-

mettre au marché interbancaire pour réaliser la transaction. Cette mesure est considérée, avec un ensemble d'autres mesures, comme une avancée majeure vers le marché européen unifié et les règles communes qui l'encadrent. À part le Royaume-Uni et l'Allemagne, les banques n'étaient pas autorisées jusqu'à présent à internaliser leurs flux *retail*, même à de meilleures conditions que celles proposées par les marchés réglementés. L'ambition de la nouvelle DSI

DES RÈGLES BIEN DÉFINIES

est de fournir un cadre réglementaire permettant aux institutions financières de « prématcher » leurs flux *retail* sur tous les marchés européens.

En ce qui concerne la prétransaction et la post-transaction, l'enjeu de la DSI est de trouver le juste niveau de transparence nécessaire à la formation équitable des prix et à la création de conditions de concurrence loyale entre les différents systèmes d'exécution, que ce soit les marchés réglementés, les plateformes multilatérales de transaction, ou les systèmes d'internalisation. Ce principe de transparence bénéficiera à l'ensemble des acteurs des marchés financiers – du plus petit au plus grand – en leur garantissant une concurrence ordonnée et une efficacité optimale du marché. C'est au titre de ce principe qu'un certain nombre de conditions ont été définies pour l'internaliseur. Ainsi, pour la prétransaction, il est obligatoire d'afficher une fourchette de pré négociation en dessous d'une certaine taille moyenne d'ordre (SMS = *Standard market size* = moyenne arithmétique des montants des transactions effectuées pour une valeur donnée sur le marché européen). En ce qui concerne les ordres non matchés en interne, ceux-ci doivent être automatiquement transmis aux marchés réglementés afin de ne pas en-

“L'internalisation consiste à apparier des ordres de clients en interne alors qu'il était jusqu'à présent obligatoire de les transmettre au marché interbancaire.”

traver le processus de formation des cours. Pour la post-transaction, au-delà de la taille moyenne d'ordre (SMS), l'internalisateur est libre d'afficher ses fourchettes de pré-négociation, mais il a l'obligation de publier les transactions réalisées (prix et quantités).

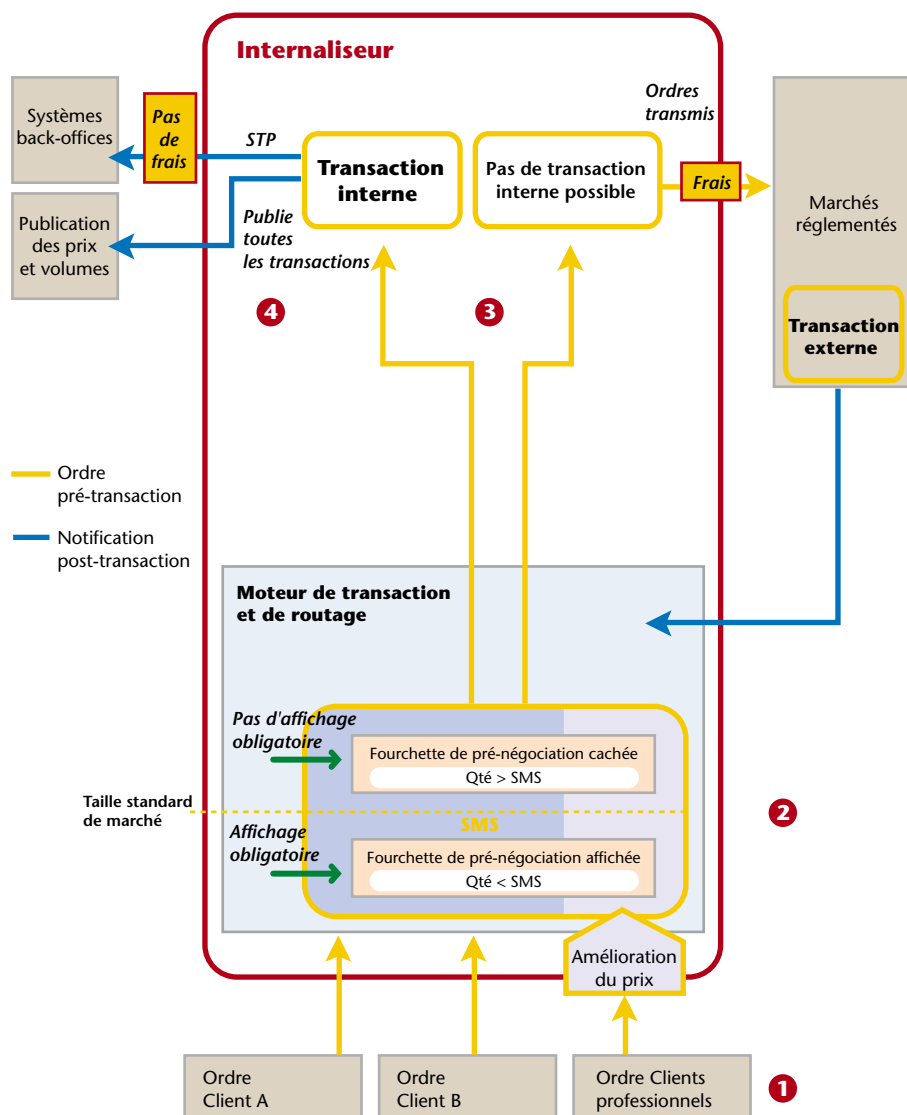
En ce qui concerne l'exécution « au mieux », celle-ci est considérée comme une obligation absolue pour les régulateurs. Tout ordre doit être exécuté de la meilleure manière possible au bénéfice de l'investisseur. L'internalisateur doit être capable de prouver cela à tout moment aux régulateurs. Pour l'amélioration du prix, l'internalisateur peut proposer de meilleurs prix à certains clients seulement si ces derniers sont des clients professionnels. La publication préalable des limites de l'amélioration de prix est obligatoire.

Enfin, pour l'information, dans un souci d'harmonisation européenne et afin d'éviter toute distorsion de la concurrence, la DSI renforce le principe de transparence avec la diffusion de l'information. Ainsi, l'internalisateur doit rendre public, dans les meilleurs délais, les transactions internalisées. De même, les investisseurs doivent être informés que leurs ordres peuvent être internalisés dans leur banque.

LES AVANTAGES DE L'INTERNALISATION

Les bénéfices tirés par les banques qui mettent en place une plate-forme d'internalisation sont de deux natures et dépendent essentiellement des services offerts. En premier lieu, il n'y a pas de frais de transaction à payer pour les transactions internalisées. De plus, les coûts de traitement sont réduits et l'offre de service améliorée. La source d'économie la plus significative vient sans aucun doute du fait que pour une transaction internalisée, les systèmes de règlement-livraison ne sont pas nécessaires quand la banque est, de facto, le *clearer* ou le *custodian* par défaut. Tout ou partie du *workflow* (*clearing-settlement-custody*) reste au cœur de la banque et n'est donc soumis à aucun frais de transaction. Par ailleurs, il faut tenir compte des économies supplémentaires que génère mécaniquement une optimisation des traitements de back-office.

Les principes de l'internalisation



1. L'internalisateur reçoit les ordres de ses clients. Les ordres des clients professionnels peuvent être améliorés.
2. En dessous de la taille moyenne de marché (SMS) toutes les fourchettes de pré-négociations doivent être affichées.
3. Si les ordres clients peuvent être appariés, la transaction est internalisée et se dédouane des frais de transaction externes. Si les ordres clients ne peuvent pas être appariés, ils sont instantanément transmis au marché.
4. La transaction internalisée est enregistrée dans les différents systèmes de back-offices de manière automatisée et immédiate (*straight through processing*). La publication des transactions internalisées est obligatoire.

Les grands bénéficiaires de la révision de la DSI seront les banques qui auront choisi un système d'internalisation qui permette la modification automatique des prix proposés en fonction des profils de client et des prérequis de règlement. ■

La responsabilité de l'intermédiaire dans les opérations de règlement-livraison

Tout acheteur ou vendeur doit nécessairement faire appel à un négociateur pour ses ordres de transaction. Bien que deux mécanismes assurent la protection de l'intermédiaire financier, cette fonction implique également un certain nombre de devoirs.



CLAUDE MERKIN
Avocat
Stehlin & Associés

L'EXÉCUTION DES NÉGOCIATIONS EN bourse résulte de la confrontation générale de l'offre et de la demande (cf. art. 4.1.22 al. 1 du Règlement général du CMF dont les dispositions continuent à s'appliquer dans l'attente du nouveau Règlement général de l'AMF). Il faut rappeler que les donneurs d'ordres, c'est-à-dire les clients acheteurs et vendeurs, ne sont pas directement liés à la transaction qui s'effectue par l'intermédiaire d'un membre du marché, le négociateur.

Trois contrats sont dès lors formés : un contrat entre chacun des donneurs d'ordres et son négociateur et un contrat entre les négociateurs agissant en qualité de commissionnaires du croires. La bonne fin de cette négociation (livraison des titres à l'acheteur et paiement de son montant au vendeur) s'inscrit dans le cadre d'une chambre de compensation (Clearnet) dont les adhérents peuvent également être négociateurs mais pas nécessairement (cas des négociateurs purs). Dès lors, le règlement des capitaux et la livraison des titres s'effectuent par l'intermédiaire du système ISB géré par Clearnet (art. 4.4.3.4 du Règlement général du CMF), le prestataire habilité étant

commissionnaire du croire, c'est-à-dire garant de la bonne fin de la négociation. Cela signifie qu'il ne saurait opposer la carence de son donneur d'ordres défaillant pour se délier de son obligation de livraison ou de règlement, l'organisation de la compensation et les prérogatives de l'intermédiaire étant constitutives de la garantie de la responsabilité de l'intermédiaire.

LA CHAMBRE DE COMPENSATION DEVIENT COCONTRACTANTE DE CHAQUE INTERMÉDIAIRE

La transaction d'origine, en application des règles de fonctionnement de Clearnet, fait l'objet d'une novation et Clearnet intervient aux droits et obligations de la transaction enregistrée à la place des parties¹ de telle sorte que la transaction initiale se scinde en deux contrats : l'un liant l'adhérent acheteur et la chambre de compensation, l'autre cette dernière et l'adhérent vendeur.

Le déblocement de la transaction se réalise selon trois principes fondamentaux :

- le règlement des capitaux et la livraison des titres sont simultanés et corrélatifs (art. 4.2.3.4 du Règlement général du CMF) ;

¹ Pour des développements sur la nature juridique, voir C. Merkin, B. de Saint Mar, *Garantie de bonne fin de la chambre de compensation*, Revue de droit bancaire et la bourse, mars-avril 1994. P. Stephan, *La compensation*, Dictionnaire Joly Bourse, 1996.

- le règlement des capitaux et la livraison des titres se réalisent dans des délais brefs (voir plus loin sur le transfert de propriété des instruments financiers);
- le règlement des capitaux et la livraison des titres sont irrévocables. L'article 330.1.II du Code monétaire et financier dispose expressément que le paiement et la livraison ne peuvent être annulés jusqu'à l'expiration du jour où est rendu le jugement d'ouverture de la procédure collective. Ce qui permet ainsi de déroger aux règles régissant les procédures collectives et qui autorise l'administrateur judiciaire à réclamer la restitution des paiements effectués à partir de 0 heure du jour de l'ouverture de la procédure (cf. art. L 621.24 du Code de commerce).

Le caractère simultané et corrélatif des opérations de règlement-livraison entre la chambre de compensation et l'intermédiaire limite en théorie la responsabilité de ce dernier qui est assuré de livrer contre règlement et réciproque-

ment. Il bénéficie en outre de prérogatives qui constituent la garantie de son obligation de bonne fin.

PRÉROGATIVES DE L'INTERMÉDIAIRE

Deux mécanismes cardinaux assurent la protection de l'intermédiaire: les règles régissant la couverture et celles régissant le transfert de propriété des instruments financiers.

En ce qui concerne la couverture des opérations, les montants du dépôt de garantie et les appels de marge quotidiens (en fonction d'un cours de compensation permettant de déterminer la perte ou le gain de la position) applicables aux opérations sur les marchés à terme et aux opérations SRD (Service du règlement différé) font l'objet de plein droit d'un transfert de propriété (art. 442.6 du Code monétaire et financier) au profit de la chambre de compensation (cas de la couverture constituée par l'adhérent compensateur) ou du prestataire habilité (cas

“Deux mécanismes cardinaux assurent la protection de l'intermédiaire : les règles régissant la couverture et le transfert de propriété des instruments financiers.”

de couverture constituée par le client donneur d'ordres). Les règles régissant la couverture sont édictées selon une jurisprudence bien établie (Cass. com, août 2003) en faveur de l'intermédiaire aux fins de garantir la sécurité du marché, de telle sorte que le donneur d'ordres ne peut se prévaloir d'un défaut de couverture. Ainsi, en cas de défaillance du donneur d'ordres, l'intermédiaire liquide d'office les positions insuffisamment couvertes pour les ramener en adéquation avec la couverture disponible limitant ainsi son risque. Il acquiert également la pleine propriété de ce qu'il reçoit de la contrepartie (titres ou capitaux) dès lors qu'en application de sa garantie de bonne fin il a dû livrer ou régler (alors qu'il n'avait pas reçu livraison ou règlement de son donneur d'ordres). Cette disposition ne souffre aucune exception même en cas de procédure collective qui affecterait le donneur d'ordres (art. 431.3 du Code monétaire et financier).

Pour le transfert de propriété des instruments financiers, il est rappelé qu'en application des dispositions de l'article 431.2 alinéa 1 du Code monétaire et financier, le transfert de propriété (s'agissant des titres négociés sur un marché réglementé) ressort de l'inscription en compte de l'acheteur réputé intervenir au jour de la négociation. Entre adhérents à la chambre de compensation, les opérations de règlement-livraison doivent s'effectuer dans le délai de trois

jours après la négociation. Le caractère particulier, irréductible aux règles de droit commun, de ces opérations de livraison-règlement est parfaitement mis en exergue par cette distorsion de régime qui dissocie la livraison dans les comptes de l'acheteur de celle dans les comptes de l'adhérent compensateur. En effet, à défaut de livraison dans les comptes de l'adhérent acheteur (à raison, par exemple, de la défaillance de l'adhérent vendeur qui n'a pu trouver les titres sur le marché ou par la voie du régime de prêt emprunt de titres), le transfert de propriété opéré au bénéfice du client acheteur et intervenu antérieurement à la procédure de règlement-livraison dans le cadre de la chambre de compensation est résolu de plein droit (cf. art. 431.2 al. 2 du Code monétaire et financier). La particularité de ces opérations réside dans le fait que seuls les comptes de l'acheteur sont affectés par la résolution (débit du compte-titres et crédit du compte-espèces), alors que les comptes du vendeur ne sont pas affectés par la clause résolutoire.

Cette distorsion de traitement démontre que sur un marché réglementé et organisé, les clients acheteurs et vendeurs ne sont pas liés par un contrat de vente de droit commun. Mais une nouvelle approche de la vente et de l'achat doit être théorisée, l'acheteur comme le vendeur étant face au marché par l'intermédiaire de la chambre de compensation et de ses adhérents. ■