

# Libéralisation des services financiers :

## parallèle avec les industries de réseau

**La Commission européenne** est engagée dans une politique de libéralisation des services financiers, qui conjugue l'intégration du marché intérieur et l'application d'une politique de concurrence active.



SOPHIE GAUTIÉ  
Responsable  
des affaires européennes  
**BNP Paribas**  
Securities Services



JEAN NASLIN  
Avocat à la Cour  
**Gide Loyrette Nouel**

**A**VEC LA PUBLICATION D'UN RAPPORT de London Economics, consultant privé, détaillant le fonctionnement des infrastructures post-marché dans l'Union élargie, la DG Concurrence contribue aux travaux de la DG Marché intérieur sur la réalisation d'un marché unique des valeurs mobilières, et participe activement à l'élaboration d'une future directive.

En particulier, la question de l'intervention ex-ante du législateur européen afin de prévenir tout comportement anti-concurrentiel ou abus de position dominante de la part d'acteurs en situations de monopole ou de duopole naturels, peut être rapprochée des législations communautaires adoptées dans le domaine des industries de réseau : transports, énergie, télécommunications.

Dans sa décision à l'encontre de Clearstream Banking AG annoncée en juin 2004, la Commission a pour la première fois appliqué les règles communautaires de la concurrence aux activités post-marché, en intervenant ex-post sur un segment limité du marché (valeurs nominatives déposées auprès du dépositaire central allemand). La logique des seuils communautaires ne lui avait en effet pas permis de s'impliquer de façon préventive ex ante, lors des opérations de concentration intervenues au cours des cinq dernières années

entre infrastructures européennes. Le rapport de London Economics, que vient de publier la DG Concurrence, servira de base à ses futures interventions dans ce secteur. La consultation publique sur ce rapport s'est achevée le 15 décembre 2004.

### LES ACTIVITÉS POST-MARCHÉ

Le post-marché comprend les opérations indispensables à la finalisation d'une transaction sur valeurs mobilières, suite à la négociation, ainsi que la conservation des valeurs pour les investisseurs. Cette chaîne, qui relie les émetteurs et les investisseurs, met en jeu une infrastructure centrale de marché, pré-nommée dépositaire central (CSD, historiquement Sicovam SA en France) et des banques conservatrices, agissant pour le compte de leurs clients et participantes du CSD. Le rôle du CSD consiste :

- d'une part, à assurer le dépôt central des titres et garantir à tout moment l'équilibre entre les titres émis par les émetteurs et les titres en circulation sur le marché ;
- d'autre part, à opérer l'échange des titres contre espèces (règlement-livraison) dans des conditions absolues de sécurité, grâce à l'utilisation de comptes espèces ouverts auprès de la Banque centrale nationale.

Qu'il s'agisse des États-Unis, des pays européens et asiatiques, chaque marché financier s'est doté d'un dépositaire central opérant selon ce modèle. Les CSDs ont permis le développement rapide des marchés dans des conditions satisfaisantes de sécurité et d'efficacité, non seulement pour les intermédiaires fi-

nanciers et les bourses, mais également pour les émetteurs et les investisseurs. Le développement de l'utilisation des titres en garanties les rend, par ailleurs, incontournables pour les opérations de financement.

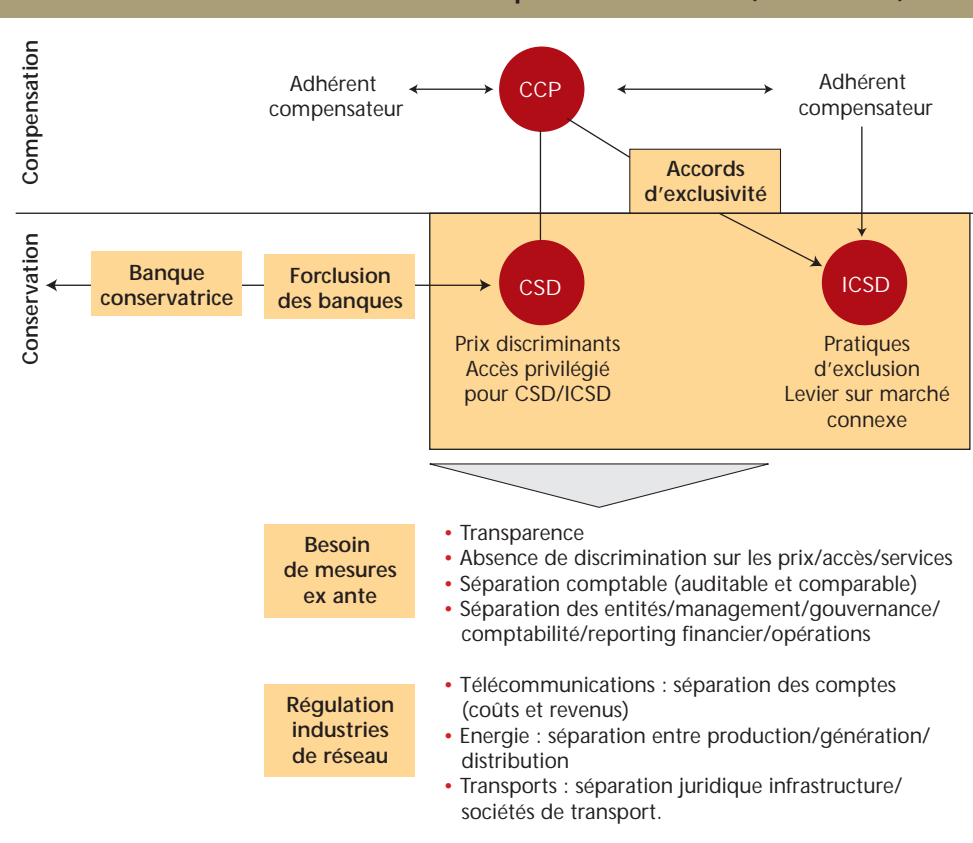
La France a considérablement investi dans ce domaine : tout d'abord, en dématérialisant les titres au profit d'une circulation exclusivement scripturale des valeurs ; ensuite, en développant le système de règlement-livraison RGV, premier système européen à respecter, dès 1998, l'ensemble des critères de sécurité édictés par la Banque centrale européenne ; enfin, en régulant le rôle et les obligations du dépositaire central (règles du CMF reprises par l'AMF).

On constate néanmoins une exception à la règle mondiale, Euroclear Bank Bruxelles et Clearstream Banking Luxembourg, communément appelées « *International central securities depository* » (ICSD). Cette exception résulte du caractère apatride des euro-émissions, lors de leur création en 1968, qui ont été concentrées dans les systèmes de deux banques commerciales.

Traditionnellement, les banques conservatrices (teneurs de compte conservateur selon la terminologie de l'AMF) sont chargées de tenir les comptes titres et espèces de leurs clients, qu'il s'agisse de clients particuliers ou institutionnels, et assurent un support stratégique pour la compétitivité de nombreuses activités financières : origination, courtage, négociation, financement, gestion de portefeuilles privés et institutionnels. Ces banques ont développé de nombreux services bancaires à valeur ajoutée, tels que le prêt emprunt de titres et le prêt de liquidités, qu'elles exercent sur un marché extrêmement concurrentiel.

Du fait de leur réglementation particulière, les ICSDs jouent un rôle d'inter-

### Problèmes de concurrence liés à l'intégration verticale entre infrastructure CSD et services de banque conservatrice (modèle ICSD)



médiaire bancaire au même titre que les banques conservatrices. Ils combinent cette fonction avec leur rôle d'infrastructure pour les euroémissions, ce qui leur permet de bénéficier d'une position de marché privilégiée. Par ailleurs, les ICSDs ont progressivement étendu leurs activités commerciales pour couvrir de multiples marchés géographiques et devises de règlement, en concurrence avec les banques conservatrices.

#### LES QUESTIONS DE CONCURRENCE

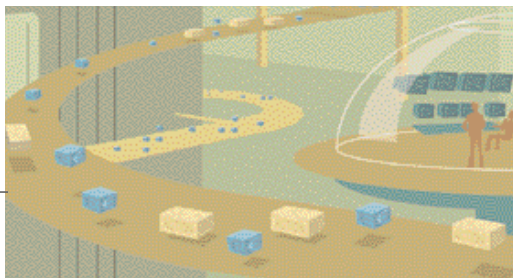
Le rapport London Economics met en lumière trois situations qui appellent un certain nombre de réflexions :

1. Les exclusivités entre bourses nationales et organismes de règlement-livraison

Les infrastructures post-marché sont historiquement des infrastructures essentielles, comparables par exemple aux réseaux de télécommunications, de transport d'électricité ou aux réseaux ferroviaires, et peuvent être assimilées à des services d'intérêt général.

“ Autour des activités de conservation des banques conservatrices ont développé de nombreux services bancaires à valeur ajoutée. ”

**“Le double rôle des ICSDs, agissant à la fois comme CSD et intermédiaires bancaires, comporte une confusion de rôles.”**



Traditionnellement fondés et réglementés au niveau des États membres, les CSDs ont une base non commerciale qui limite les risques d'abus, notamment en matière d'accès et de prix, par la séparation stricte de leurs activités d'infrastructure de marché de celles des intermédiaires bancaires à valeur ajoutée.

Une application de la politique de concurrence non encadrée à ces monopoles naturels pourrait entraîner une consolidation abusive de ces structures, notamment en permettant leur rattachement à des activités d'intermédiaires ou leur rachat par des (I)CSD.

2. Le double rôle des ICSDs, agissant à la fois comme CSD et intermédiaires.

Le double rôle des ICSDs, agissant à la fois comme CSD et intermédiaires bancaires, comporte une confusion de rôles entre les infrastructures de marchés qui doivent être ouvertes à tous, à des conditions non discriminatoires et de risque quasi nul, et les banques commerciales portées vers la rentabilité et la création de valeur.

3. La canalisation des flux de capitaux par les ICSDs à travers leur activité de banque commerciale.

Un ICSD, infrastructure de marché qui exerce également des activités d'intermédiaire bancaire, est à même de tirer avantage de l'exploitation de sa plateforme pour favoriser ses propres activités bancaires au détriment des autres participants du marché, en canalisant les flux de capitaux vers ses propres services d'intermédiaire bancaire.

#### LE PARALLÈLE AVEC LES INDUSTRIES DE RÉSEAU

Les services financiers partagent avec les industries de réseaux un caractère stratégique pour l'économie européenne ainsi que la présence d'infrastructures incontournables. La libéralisation des industries de réseaux et leur ouverture à la concurrence est passée essentiellement par l'accès des opérateurs, quel que soit leur pays d'origine, aux infrastructures de réseau, condition indispensable pour la concurrence sur les marchés aval.

Par son action législative, la Com-

mission européenne a rompu, de fait, sur ces marchés l'intégration historique entre le gestionnaire du réseau et l'opérateur prestataire de services. Elle a ouvert les services à la concurrence et permis l'arrivée de nouveaux entrants, en complément des opérateurs historiques. Même s'il n'existe pas d'approche unique, le législateur européen a retenu dans tous les cas l'indépendance de gestion entre les activités d'opérateur ouvertes à la concurrence et les activités de gestionnaire de l'infrastructure, afin de garantir l'égalité d'accès au réseau selon des critères non discriminatoires, objectifs et transparents :

- les secteurs de l'énergie (électricité, gaz) et des transports (chemins de fer, aéroports) ont été libéralisés en opérant une dissociation juridique des fonctions d'opérateur et de gestionnaire de l'infrastructure : SNCF/Réseau ferré de France, EDF/Réseau de transport de l'électricité.
- Les secteurs des télécommunications et des postes ont été libéralisés en organisant une stricte séparation comptable entre les activités d'opérateur et celles de gestionnaire de l'infrastructure.

#### CONCLUSION

La Communication de la Commission sur le post-marché parue en avril 2004 propose « *Un équilibre adéquat entre une réglementation ex ante et une intervention a posteriori des autorités compétentes en matière de concurrence* ».

On peut s'interroger sur l'efficacité d'une seule intervention ex post, alors même que de forts mouvements de consolidation verticale (entre chambre de compensation et CSD) et horizontale (rachat de CSD nationaux par un ICSD), ainsi que la confusion des rôles des fonctions d'infrastructure et d'intermédiaire bancaire sous-tendent des risques de comportements anti-concurrentiels.

Ces développements risquent d'entraîner de profondes modifications de la structure du marché des valeurs mobilières et demandent – comme dans le secteur des industries de réseau – une intervention efficace ex-ante du régulateur communautaire, afin que les risques d'atteintes à la concurrence dans le marché soient strictement encadrés. ■