

# Propositions de la FBF pour l'intégration européenne des activités post-marchés<sup>1</sup>

**Les activités post-marchés sont critiques pour la stabilité financière de l'Union européenne, la protection des investisseurs et des émetteurs européens ainsi que pour la compétitivité des marchés financiers. L'organisation de ces activités autour d'infrastructures, les dépositaires centraux clairement identifiés comme monopoles naturels, est un enjeu majeur du modèle à retenir pour l'intégration des marchés financiers en Europe. Il est le complément indispensable de la directive sur les marchés d'instruments financiers.**



JEAN TRICOU

Directeur du département banque d'investissement et de marché

FBF

<sup>1</sup> Pour plus de détails sur la position FBF, voir sa réponse au document *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Clearing and Settlement in the European Union: the way forward*, publié par la Commission des Communautés européennes le 28 avril 2004.

<sup>2</sup> Négociation, soit sur les marchés organisés, soit de gré à gré entre participants.

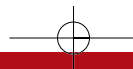
**L**ES ACTIVITÉS POST-MARCHÉS concernent l'ensemble des processus qui interviennent après la négociation sur les marchés financiers<sup>2</sup> afin d'en assurer la bonne fin et garantir la livraison des titres par les vendeurs et leur paiement par les acheteurs. Elles se caractérisent par la présence d'infrastructures de réseau (Contrepartie centrale CCP et Dépositaire central de valeurs mobilières CSD) qui assurent pour l'ensemble du marché les fonctions centrales de compensation (CCP), de règlement-livraison et de dépositaire des titres (CSD).

Les flux financiers qui sont traités par ces structures s'élèvent quotidiennement à 1 500 milliards d'euros, soit 1,5 fois la capitalisation de la bourse de Francfort, ce qui représente environ 50 % de l'ensemble des paiements européens de gros montants.

Les infrastructures post-marchés en Europe sont organisées sur une base essentiellement nationale, mais sont enga-

gées dans un processus de consolidation. Elles disposent, pour des raisons d'efficacité économique, d'un monopole de fait. Elles ont pour utilisateurs les banques qui agissent dans un environnement très concurrentiel et remplissent les fonctions de conservation des titres et de financement bancaire pour leurs clients.

Cette logique domestique soulignée par le rapport Giovannini est accompagnée par des régimes juridiques nationaux différents qui complexifient l'automatisation du traitement et aboutit à des surcoûts importants pour la conservation des titres non domestiques. L'intégration du post-marché européen ne sera pas achevée tant que l'harmonisation des pratiques opérationnelles, mais également du cadre juridique et fiscal européen, n'aura pas été réalisée. Cette harmonisation pourra fortement contribuer à des réductions de coûts sur le long terme à condition de garantir le respect des objectifs d'inté-



rêt général identifiés par le rapport Giovannini : efficacité, protection contre le risque systémique, concurrence ouverte et équitable.

LA DÉMARCHE À SUIVRE POUR L'ÉLABORATION D'UNE DIRECTIVE

Les forces de marché ne seront pas suffisantes pour lever les barrières identifiées ni garantir la protection des investisseurs et préserver une concurrence équitable. En effet, certains acteurs cumulent des fonctions d'infrastructures et des fonctions bancaires (Euroclear et Clearstream) qui nécessitent de se poser la question des conditions de concurrence et des niveaux de risque ainsi que l'adéquation des règles de gouvernance. Sachant qu'il n'existe à ce jour aucun cadre européen, nous considérons que l'intégration européenne nécessite un choix normatif, c'est-à-dire l'élaboration d'une directive par la Commission.

Les réflexions sur ce sujet se sont multipliées depuis 2001. La Commission a publié le 28 avril 2004 une deuxième communication sur l'avenir de la réglementation des activités post-marchés. Elle a créé dans ce cadre un groupe de suivi « Césame », regroupant notamment les représentants des professionnels, chargé de l'aider à suivre les initiatives du secteur privé et traiter les sujets techniques. Deux groupes de travail ad hoc seront également mis en place pour réfléchir aux obstacles juridiques et fiscaux.

Précédemment, trois rapports, l'un du Parlement le rapport « Andria », les deux autres du groupe de travail « Giovannini » ont accompagné ces réflexions. L'ensemble de ces réflexions conclut à la nécessité d'une initiative législative rapide. L'étude d'impact économique souhaitable ne doit pas conditionner l'initiative, mais l'ac-

**“ Les forces de marché ne seront pas suffisantes pour lever les barrières identifiées ni garantir la protection des investisseurs et préserver une concurrence équitable. ”**

compagner sur la base d'un avant-projet détaillé qui lui fixera un cahier des charges clair. Le groupe Césame qui regroupe des professionnels pourra d'ailleurs être utilement associé à l'élaboration de cette étude.

### LES ENJEUX DE CETTE DIRECTIVE

Les choix pour atteindre le modèle optimal ne sont pas uniquement techniques même si à l'évidence, structurellement, ils nécessiteront un traitement technique de leurs conséquences. Pour orienter le choix du modèle, trois objectifs essentiels doivent être poursuivis :

- la mise en place d'une concurrence loyale dans un domaine de « monopoles naturels »,
- la maîtrise du risque systémique,
- la mise en place d'un cadre juridique européen cohérent.

**“Il est indispensable de séparer les fonctions de dépositaire central et de banque. Cette démarche concurrentielle correspondant à celle adoptée par la directive MIF de mise en concurrence dans les mêmes conditions des systèmes de négociation.”**

Concernant le premier objectif, la problématique compensation/règlement-livraison est la même qu'en matière de transport ferroviaire ou de télécommunication. Les infrastructures de règlement-livraison sont des monopoles naturels. Ces monopoles naturels s'expliquent car le dépositaire central bénéficie par nature des effets d'échelle, des effets de réseau et évite l'inefficacité et les risques que générerait la duplication des systèmes. Ceci explique pourquoi aux États-Unis, en Asie et dans la majorité des États membres, alors qu'il n'existe aucune restriction juridique, les dépositaires centraux se sont constitués sans aucune concurrence. Ils sont donc économiquement souhaitables pour leurs utilisateurs mais doivent être encadrés et limités strictement à ces fonctions d'infrastructure pour éviter toute utilisation anticoncurrentielle de cette position privilégiée. Aujourd'hui

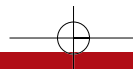
les services de conservation et de financement sont fournis par des intermédiaires financiers dans un environnement très concurrentiel qui garantit une pression sur les prix et le développement de services de qualité à haute valeur ajoutée. Cette concurrence pourrait toutefois être mise à mal si les infrastructures, pour développer des activités d'intermédiaires financiers, utilisaient leur position de monopole naturel à travers des subventions croisées, d'effet de réseau, ou de ventes jointes. Ce constat légitime une approche qui réglemente l'accès non discriminatoire aux infrastructures (facilité essentielle) et sépare les activités d'infrastructures des activités bancaires.

La mise en place de cette règle concurrentielle ex ante est nécessaire pour éviter toute concurrence déloyale qui serait très difficilement gérable ex post par la Commission mais aussi pour prévenir un phénomène inéluctable de concentration de ces infrastructures à l'échelle européenne au profit, si aucune mesure législative n'était prise, des entités bénéficiant de l'avantage déterminant de monopole naturel, c'est-à-dire celles pouvant effectuer sans aucune séparation ces deux activités.

Il est donc indispensable de séparer les fonctions de dépositaire central et de banque. Cette démarche concurrentielle correspond par ailleurs à celle adoptée par la directive MIF de mise en concurrence dans les mêmes conditions des systèmes de négociation.

### LA MAÎTRISE DU RISQUE SYSTÉMIQUE

Les infrastructures de compensation et de règlement-livraison ont été mises en place pour maîtriser les risques des transactions. Les chambres de compensation s'interposent entre les intermédiaires pour porter le risque de défaut des différents participants, mais disposent de mécanismes efficaces de maîtrise de ces risques : dépôt de garantie, appel de marge qui évoluent en fonction du risque pris par les intermédiaires. Ces derniers, règlementairement, se doivent d'imposer les mêmes exigences à leurs clients. Le statut et les règles des chambres de compensation sont déjà très largement harmonisés au niveau européen.



L'activité de règlement-livraison ne présente pas du tout la même homogénéité au niveau des risques. Si le dénouement espèces des infrastructures dans les États membres se fait pour la grande majorité en monnaie banque centrale, il n'en va pas de même pour les systèmes en plein développement concernant les Eurobonds. En effet, Euroclear Bank et Clearstream offrent des dénouements en monnaie banque commerciale.

Deux modèles, de fait, en Europe existent :

- un système très sécurisé par un dépositaire central (CSD), dont le rôle est celui de banque centrale des titres, c'est-à-dire garantissant, d'une part, qu'il ne se crée pas plus de titres qu'il n'en a été émis initialement et s'assure, d'autre part, du bon fonctionnement du système de règlement-livraison et de la conformité avec ses propres écritures des comptes tenus par les banques qui conservent les titres ; les CSDs garantissent la finalité du règlement livraison en s'adossant aux banques centrales nationales, le flux espèce en monnaie centrale (c'est-à-dire sans risque) étant simultané avec le flux titre ;

- deux grandes structures de règlement-livraison, Clearstream et Euroclear Bank qui cumulent à la fois des fonctions de banques, de dépositaire central, de gestion des flux espèces et qui n'effectuent pour l'essentiel que le règlement-livraison en monnaie commerciale.

Cette situation limitée au départ aux euro obligations, s'est fortement développée en raison de la stratégie de ces groupes de se développer sur les titres de taux et les actions. Dans l'avenir, le modèle sans risque encore majoritaire en Europe pourrait devenir minoritaire et s'étendra aux actions. Cette concentration est prévisible si l'on prend en considération l'avantage concurrentiel de ces structures et la logique de concentration de ces activités.

Pour des raisons de risque systémique, un principe de séparation stricte entre les fonctions de dépositaire central et de banque doit donc être prévu par la directive. Ce principe ne remet pas en cause la cohabitation au sein d'un groupe de ces deux fonctions, mais nécessite une ségrégation complète de celles-ci et

le dénouement obligatoire en monnaie banque centrale du règlement-livraison de l'infrastructure.

#### LA MISE EN PLACE D'UN CADRE JURIDIQUE EUROPÉEN COHÉRENT

L'intégration des activités post-marchés nécessite l'établissement d'un cadre juridique européen cohérent. Nous soutenons à cet effet l'initiative de la Commission européenne de créer un groupe d'expert juridique devant contribuer au projet « *EU legal certainty* ». Ce projet nous semble prioritaire afin d'harmoniser les règles de protection des investisseurs. À cet effet, il nous semble indispensable de capitaliser sur le corpus européen existant, de maintenir le principe de la localisation du compte (*lex rei sitae*), de respecter les droits civils fondés sur la propriété des titres et d'assurer la réciprocité avec les autres marchés sur la base d'un projet européen abouti. Nous estimons en particulier que la ratification de conventions internationales doit donner lieu à de véritables études d'impacts et ne peut être envisagée qu'une fois les lignes directrices du projet européen définies.

#### UNE VÉRITABLE HARMONISATION EUROPÉENNE

L'approche par fonction ne doit pas occulter le choix fondamental du modèle d'organisation des activités post-marchés pour l'Europe. Pour les émetteurs européens, l'harmonisation ne doit pas se limiter au marché de gros dirigé par les grands investisseurs institutionnels qui aboutirait à terme à une marginalisation des services offerts pour la clientèle de détail et les moyennes entreprises. Ceci est contraire aux marchés domestiques actuels qui concilient marché de gros et de détail et s'adressent à toutes les catégories d'émetteurs. Ces marchés répondent au modèle actionnarial des entreprises européennes souhaitant disposer de marchés primaire et secondaire équilibrés qui maintiennent l'existence d'un actionnariat individuel.

L'objectif de l'intégration des activités post-marchés doit être l'émergence d'une organisation domestique européenne préservant les intérêts des émetteurs, des investisseurs et des intermédiaires européens. ■



**“Pour des raisons de risque systémique un principe de séparation stricte entre les fonctions de dépositaire central et de banque doit donc être prévu par la directive.”**

