

# Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne : aspects juridiques



## HAROUN BOUCHETA

Chargé d'études juridiques - LCH.Clearnet SA  
Doctorant en droit privé - Université Panthéon-Assas (Paris II)

*L'intégration d'un marché d'instruments financiers à l'échelle européenne dépend en grande partie des activités dites de post-marché, la compensation et le règlement-livraison. Les différents travaux qui sont actuellement menés, en particulier sous l'égide de la Commission européenne, visent à lever les barrières afin de faciliter le dénouement des transactions transfrontalières.*

*Le cadre juridique existant en matière de compensation et règlement est disparate. Des textes épars forment, en effet, un corpus de règles encadrant la matière tantôt de manière indirecte, tantôt de manière directe, mais toujours de manière incomplète.*

*Dans ce contexte, a été arrêté un plan d'action visant à améliorer le cadre juridique existant et supprimer les obstacles à l'intégration des activités post-marché en Europe. Il pourrait se concrétiser par l'adoption d'une directive européenne sur la compensation et le règlement-livraison.*

*"Clearing and settlement are at the core of any financial system [...] Building integrated and efficient clearing and settlement arrangements is urgent and functional to other initiatives to strengthen the EU financial system."*  
Alberto Giovannini <sup>1</sup>

1. La directive sur les services d'investissement (DSI) <sup>2</sup> et, dans une moindre mesure <sup>3</sup>, la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) <sup>4</sup> ont été les principaux vecteurs des mutations des marchés d'instruments financiers en Europe depuis quinze ans environ <sup>5</sup>. Ces

Les propos exprimés dans le présent article doivent être considérés comme propres à leur auteur et ne constituent en aucun cas l'opinion de la société LCH.Clearnet SA ni d'aucune autre entité du groupe LCH.Clearnet.

1. *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, The Giovannini Group, V. Foreword, avril 2003, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

2. Dir. 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, JOCE, n° L. 141 du 11 juin 1993, p. 27 et s.

3. P.-H. Conac, "Le marché financier de demain", *Banque & Droit*, n° 102, juillet-août 2005, p. 31 : "Les réformes légales et réglementaires qui touchent la Bourse sont récurrentes mais le paysage qui se dessinera ne sera pas si différent de celui que l'on a connu auparavant".

textes fondateurs ont fait bénéficier d'un solide cadre juridique les différents acteurs intervenant dans la négociation des instruments financiers.

Pour autant, même si les activités de négociation constituent souvent la partie la plus visible des marchés d'instruments financiers, le bon fonctionnement de ces marchés dépend en grande partie des activités dites de post-marché, la compensation et le règlement-livraison. Dans le contexte annoncé de concurrence accrue entre les différents systèmes de négociation <sup>6</sup>, les objectifs d'achèvement du marché intérieur des services financiers et d'efficacité des marchés d'instruments financiers ne pourront

4. Dir. 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, JOCE, n° L. 145 du 30 avril 2004, p. 1.

5. J.-P. Pessoa e Costa, "La proposition de directive concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières", *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, n° 15, sept.-oct. 1989, p. 161 à 168 ; "Le nouveau marché boursier européen au 1<sup>er</sup> janvier 1996", *Les Petites Affiches*, numéro spécial, 10 janv. 1996 ; H. Synvet, "La directive « services d'investissement » : première lecture", *Bull. Joly Bourse*, sept.-oct. 1993, p. 546 à 562 ; H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI", *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 1996, p. 83 et s. et *Bull. Joly Bourse*, juillet-août 1996, p. 355 et s.

être atteints que si toutes les transactions, domestiques ou non, peuvent être dénouées par des infrastructures à la fois fiables, compétitives et peu coûteuses.

2. Le dénouement des transactions implique deux fonctions complémentaires : la compensation et le règlement-livraison. Alors que la compensation permet techniquement le calcul de soldes nets pour chaque adhérent compensateur, la fonction de règlement-livraison permet la livraison effective des instruments financiers et des espèces.

Les fonctions de compensation et de règlement-livraison étant distinctes, elles sont, dans la majorité des cas, remplies par des entités différentes. Ce sont les chambres de compensation qui assurent la fonction de compensation des instruments financiers<sup>7</sup>. Les chambres de compensation suppriment le risque de contrepartie sur les marchés d'instruments financiers en garantissant la bonne fin des transactions négociées. Pour ce faire, elles "s'interposent" en se portant cocontractantes ("contreparties") de toutes les transactions négociées<sup>8</sup> ("contreparties centrales" ou "*central counterparties-CCP*"), s'appuient sur un niveau élevé de gestion des risques (notamment les appels de marges) et assurent l'envoi des instructions de règlement-livraison, en brut ou en net<sup>9</sup>, aux systèmes de règlement-livraison.

Pour leur part, ces systèmes de règlement-livraison<sup>10</sup> assurent la livraison, de manière irrévocable<sup>11</sup>, des instruments financiers à leurs "participants"<sup>12</sup> tout en permettant le règlement concomitant des espèces<sup>13</sup>.

3. Les distinctions entre les fonctions de compensation et de règlement-livraison sont toutefois relatives tant les modèles d'infrastructures post-marché existants au sein de l'Union européenne peuvent être différents d'un État membre à un autre<sup>14</sup>.

Dans le contexte actuel d'internationalisation des marchés d'instruments financiers et de concurrence entre les différents systèmes de négociation, la Commission européenne affiche son intention de conditionner l'intégration financière à un encadrement des activités post-marché<sup>15</sup>.

Parmi les diverses initiatives affichées, certaines ont pour objectif d'encadrer un aspect particulier des activités post-marché<sup>16</sup> alors que d'autres visent à élaborer un texte pouvant encadrer la matière tout entière.

6. Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, JO L 145/1 du 30 avril 2004. Voir notamment le considérant n° 34.

7. Aux termes de l'article L. 442-1 du Code monétaire et financier, "*les chambres de compensation assurent la surveillance des positions, l'appel des marges et, le cas échéant, la liquidation d'office des positions*".

8. À titre d'illustration, voir article 1.3.5.4 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA, disponibles sur [www.lchclearnet.com](http://www.lchclearnet.com) : "*Toutes les transactions soumises à LCH.Clearnet SA sont enregistrées au nom de l'adhérent compensateur. Dès l'enregistrement, il y a novation. Du fait de cette novation, LCH.Clearnet SA devient la contrepartie de l'adhérent compensateur et devient titulaire des droits et obligations résultant de la transaction enregistrée au nom de l'adhérent compensateur.*"

9. Pour sa part, LCH.Clearnet SA, chambre de compensation d'instruments financiers, envoie aux systèmes de règlement-livraison, des instructions en net à la fois grâce à la pré-compensation calculée par chacun de ses adhérents compensateurs et à son système informatique qui à son tour compense les positions de ses adhérents. V. T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2005, n° 865, p. 687.

10. Le système Relit Grande Vitesse 2 (RGV 2) en est un exemple. V. notamment Conseil des marchés financiers, décision de 19 déc. 2001 (approbation des règles de fonctionnement de RGV 2), disponible sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org). V. également T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2005, n° 880, p. 696 et s.

4. À titre d'illustration, en partant du postulat selon lequel le dénouement des transactions sur instruments financiers n'est plus forcément assuré par des infrastructures post-marché localisées dans l'État membre où sont négociés les instruments financiers, deux rapports sur la compensation et le règlement-livraison en Europe ont élaboré un plan d'action visant à éliminer certaines "barrières". Ces dernières sont présentées comme les principales sources d'inefficacité en matière de dénouement des transactions transfrontalières<sup>17</sup>. Ces deux rapports, rendus sous la présidence de Alberto Giovannini (rapports Giovannini), lui-même mandaté par les commissaires européens Pedro Solbes et Fritz Bolkestein, ont été les initiateurs d'une série de travaux des différentes institutions européennes auxquels ont été associés les professionnels de la finance<sup>18</sup>.

5. Dans ce contexte, l'analyse du cadre juridique existant en matière de compensation et de règlement-livraison (I) révèle que celui-ci pourrait être substantiellement amélioré (II)<sup>19</sup>.

## I. Le cadre juridique existant en matière de compensation et de règlement-livraison

6. Les règles existantes en matière d'activités post-marché ne sont pas contenues dans un texte général. Les sources éparses forment un corpus de règles hétérogènes qui s'appliquent tantôt indirectement (A) tantôt directement (B) à la matière de la compensation et du règlement-livraison.

### A. Dispositions s'appliquant de manière indirecte à la compensation et au règlement-livraison

7. Trois domaines entrent dans la catégorie des dispositions s'appliquant de manière indirecte aux activités post-marché car ils n'ont pas pour finalité de régir exclusivement

11. L'article L. 330-1, II, du CMF permet en effet aux systèmes de règlement-livraison d'échapper à l'application de l'article L. 621-24 du Code de commerce.

12. Art. L. 330-1 du CMF et art. 550-11 al. 1 RG AMF.

13. En liaison avec des systèmes de règlements interbancaires tels que la Centrale des règlements interbancaires (CRI).

14. T. Adrien, "Les infrastructures post-marchés européennes", Banque magazine, n° 639, sept. 2002, p. 72 et s.

15. COM(2005) 177, 3 mai 2005, *Livre Vert sur la politique des services financiers (2005-2010)*, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

16. V. infra, n° 12 et 15.

17. *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, nov. 2001 et *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, avril 2003, disponibles sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

18. V. infra, n° 20 et s.

19. Dans le présent article, l'analyse du cadre juridique existant en matière de compensation et de règlement-livraison (I) ainsi que la présentation des possibles voies d'amélioration (II) seront délibérément limitées aux deux principales infrastructures post-marché que sont les chambres de compensation et les systèmes de règlement-livraison. En conséquence, les autres intermédiaires tels que les participants de livraison, les participants de règlements, les dépositaires centraux ou les conservateurs ne seront pas évoqués dans le présent article.

cette matière même si, en pratique, ils sont intimement liés à la spécificité de l'activité. Ces domaines sont le contrôle prudentiel des infrastructures post-marché, le droit applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire et les contrats de garantie financière.

## 8. Le contrôle prudentiel des infrastructures post-marché

La directive sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit<sup>20</sup> contient des dispositions visant expressément les infrastructures post-marché. Le point 9 de l'article 2 de cette directive prévoit par exemple que *"les risques assumés vis-à-vis des chambres de compensation [...] se voient attribuer la même pondération que celle attribuée lorsque la contrepartie considérée est un établissement de crédit"*. Il en résulte que les dispositions de ces directives s'appliquent exclusivement aux cocontractants des infrastructures post-marché et visent ces dernières non pas dans le but de leur attribuer un quelconque régime prudentiel mais seulement pour mieux apprécier l'exposition aux risques de leurs cocontractants.

Ainsi, ni les chambres de compensation ni les systèmes de règlement-livraison ne disposent, à l'échelle européenne, d'un régime unifié relatif à leur contrôle prudentiel. Pour ce qui est des chambres de compensation, il faut se référer aux dispositions du droit interne qui exigent dans certains États membres que l'entité soit agréée en tant qu'établissement de crédit, ce qui est notamment le cas de la France<sup>21</sup>. Ce n'est que dans ce cas précis que les chambres de compensation sont alors soumises à la directive sur l'adéquation des fonds propres.

9. Compte tenu de l'importance des chambres de compensation et des systèmes de règlement-livraison dans le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers, il apparaît que seule une réglementation contraignante adoptée au niveau communautaire pourrait permettre d'instaurer un régime de contrôle prudentiel unifié des infrastructures post-marché.

## 10. Droit applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

En France, depuis 1981, les valeurs mobilières sont dématérialisées et se transmettent par virement de compte à compte. Ce mode de transmission s'étant généralisé, les titres négociés sur les différents marchés d'instruments financiers au sein de l'Espace économique européen sont désormais principalement détenus auprès d'intermédiaires

20. Directive 93/6/CEE sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, JO L 141 du 11 juin 1993 modifiée par la directive 98/31/CE du 22 juin 1998, JO L 204/13 du 21 juillet 1998 et par la directive 98/33/CE du 22 juin 1998, JO L 204 du 21 juillet 1998.

21. Article L. 442-1 du Code monétaire et financier.

22. Article 20 de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. V. Décision du Conseil concernant la signature de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, COM 2003(783) final du 15 décembre 2003, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) (l'annexe I contient le texte de la convention de La Haye) ; H. de Vauplane et P. Bloch, "Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye", *Mélanges AEDBF-France IV*, 2004, Banque éditeur, p. 469 et s. ; H. de Vauplane et J.-J. Daigre, *Chr. financière et boursière*, Banque

sous forme d'inscription en compte. Le dénouement des transactions s'en trouve mécaniquement facilité. Cependant, du fait de l'absence de lien direct entre l'émetteur et l'investisseur, séparés par des détentions en cascade, se pose la question du droit applicable aux titres dans le contexte de transactions transfrontalières et de ses conséquences dans le domaine du post-marché. La convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire adoptée le 13 décembre 2002 a exclu le rattachement traditionnel à la *lex rei sitae* parce qu'inadapté à l'évolution du mode de détention des titres. La convention a également exclu le rattachement à la loi du lieu de l'intermédiaire tenant le compte sur lequel sont créés les titres (PRIMA pour *Place of the Relevant Intermediary Approach*). Elle a en effet opté pour la loi d'autonomie tout en prévoyant des rattachements subsidiaires lorsque les parties n'ont pas expressément choisi la loi applicable<sup>22</sup>.

11. La question du droit applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire est cruciale en matière d'activités post-marché car ces intermédiaires peuvent être les chambres de compensation et les systèmes de règlement-livraison dont dépendent la gestion du risque de contrepartie et le dénouement des transactions, y compris transfrontalières. On peut donc se féliciter de l'adoption de la convention de La Haye<sup>23</sup>, d'autant plus que son champ d'application inclut expressément les situations comportant des éléments d'extranéité<sup>24</sup>. Cependant, le cadre juridique actuel en matière de traitement des droits détenus sur des titres confiés à des intermédiaires n'est pas totalement satisfaisant du fait de son caractère non contraignant. Il en résulte une diversité des régimes juridiques existants au sein de l'Espace économique européen. Cette absence d'harmonisation des règles de droit matériel est d'ailleurs analysée par les rapports Giovannini comme la plus importante des barrières juridiques<sup>25</sup>. Dans ce contexte, les institutions européennes négocient déjà une convention internationale sur la détention de titres sous l'impulsion notamment de l'Institut international pour l'unification du droit privé (UNIDROIT)<sup>26</sup>.

## 12. Les contrats de garantie financière

L'intermédiation est caractéristique des marchés d'instruments financiers. Le processus de marché implique en effet l'intervention de plusieurs intermédiaires de la passation de l'ordre de bourse au dénouement effectif des transactions. Afin de se couvrir contre la défaillance de leurs cocontractants, les différents intermédiaires utili-

& Droit, n° 87, janv.-fév. 2003, p. 32 et s. ; G. Affaki et J. Stoufflet, *Chr. de droit bancaire international*, Banque & Droit, n° 99, janv.-fév. 2005, p. 76 et s.

23. C'est d'ailleurs l'opinion générale exprimée tant par les institutions européennes que par les professionnels. V. Avis de la Banque centrale européenne du 17 mars 2005, 2005/C 81/08, JO UE C 81/10 du 2 avril 2005 ; V. également "Communication de la Commission et le règlement - Résumé des réponses reçues" (réponse à la consultation initiée par COM(2002) 257), p. 6, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

24. V. les points 3-1 à 3-5 d'une part et 3-8 à 3-9 d'autre part du rapport explicatif sur la convention de La Haye.

25. V. la barrière n° 13 évoquées dans les deux rapports Giovannini.

26. V. Communiqué de presse IP/05/1637 du 20 décembre 2005, "Marché Intérieur : la Commission autorisée à négocier une convention internationale sur la détention de titres", disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

sent le système des couvertures<sup>27</sup> (*collateral*) consistant en des remises en garantie de titres ou d'espèces de la part de l'intermédiaire à son cocontractant en vue de le garantir contre les risques de défaillance de ce dernier<sup>28</sup>.

Le système des couvertures est également très largement utilisé dans le cadre des activités post-marché et constitue un élément essentiel de la gestion des risques. Les adhérents compensateurs effectuent en effet des dépôts auprès des chambres de compensation en couverture ou en garantie des positions prises sur un marché d'instruments financiers. Les systèmes de règlement-livraison peuvent également exiger de leurs participants la constitution de telles sûretés.

13. Compte tenu de l'internationalisation croissante des marchés d'instruments financiers et de l'intermédiation existante sur ces mêmes marchés, des éléments d'extranéité peuvent empêcher l'application exclusive du droit français. Celui-ci précise bien que les dépôts auprès des chambres de compensation sont transférés en pleine propriété<sup>29</sup>. Quant aux systèmes de règlement-livraison, lorsque les instruments financiers sont émis sur le fondement d'un droit étranger, le droit français renvoie à la loi étrangère<sup>30</sup>.

Dans ce contexte, la directive concernant les contrats de garantie financière<sup>31</sup> a su instaurer, au niveau communautaire, un régime unifié du traitement du *collateral*. Elle vise à favoriser la compétitivité des places européennes en particulier en consacrant, au profit des professionnels de la finance, l'aliénation fiduciaire comme sûreté. La validité et l'opposabilité aux tiers des contrats de garanties financières, qui peuvent porter tant sur des espèces que des instruments financiers, ne sont pas soumises à un formalisme déterminé et suivent un régime similaire quand bien même la garantie aurait été constituée postérieurement à l'ouverture d'une procédure collective<sup>32</sup>. Le secteur de la compensation et du règlement-livraison dispose ainsi aujourd'hui d'un solide cadre en matière de contrats de garantie financière, d'autant plus que les différentes lois de transposition des pays membres, y compris ceux de *common-law*<sup>33</sup>, respectent l'esprit de la directive<sup>34</sup>. On pourrait toutefois observer qu'à côté du traitement du *collateral*, la question complémentaire du transfert de propriété des titres cotés, en l'absence de directive communautaire, est soumise à différents régimes variables selon les États membres<sup>35</sup>.

27. À titre d'illustration, l'article 518-3 règlement général de l'AMF et l'article 1.5.1.1 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA, respectivement pour les aspects "négociation" et "compensation".

28. D. Robine, La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives, LGDJ, 2003, n° 559 et s., p. 312 et s.

29. Article L. 442-6 du Code monétaire et financier.

30. Article L. 330-2 IV alinéa 2 du Code monétaire et financier.

31. Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, JO L 168 du 27 juin 2002, p. 43, transposée en France par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière.

32. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, Chr. financière et boursière, Banque & Droit, n° 89, mai-juin 2003, p. 38 et s.

33. G. Affaki et J. Stoufflet, Chr. de droit bancaire international, Banque & Droit, n° 94, mars-avril 2004, p. 68 et s.

34. Voir le cas de deux pays dans lesquels se posaient encore la question de l'aliénation fiduciaire comme sûreté : Belgique, loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières et portant des dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté réelle et de prêts

## B. Dispositions s'appliquant de manière directe à la compensation et au règlement-livraison

14. Le caractère définitif du règlement et la question du choix et de l'accès aux infrastructures post-marché sont deux thèmes encadrés par des dispositions qui trouvent à s'appliquer de manière directe à la matière du post-marché.

### 15. Le caractère définitif du règlement

La directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres du 19 mai 1998<sup>36</sup> a instauré, comme pour le cas des contrats de garantie financière, un régime dérogatoire au droit des procédures collectives. Écartant la règle dite "du zéro heure"<sup>37</sup>, la directive empêche, lors de la survenance d'une procédure collective ouverte à l'encontre d'un participant à un système de règlement-livraison, toute remise en cause des opérations de règlement-livraison le jour de survenance de la procédure collective, sauf le cas où le gérant du système "ait eu ou ait dû avoir connaissance de cette procédure"<sup>38</sup>.

Autre dérogation importante au droit des procédures collectives, les instructions de paiement ainsi que les instructions de livraison sont considérées comme irrévocables, c'est-à-dire ne pouvant pas être remises en cause. La directive prévoit en effet que l'instruction devient irrévocable à partir du moment où elle est introduite dans le système. La détermination de ce moment doit alors être précisée par les propres règles de fonctionnement de ce système.

16. La directive du 19 mai 1998 a donc créé un régime délibérément favorable en faveur des "systèmes", ce qui explique qu'elle prenne la peine de poser certaines conditions pour bénéficier de cette qualité et que les États membres doivent notifier à la Commission européenne la liste de leurs systèmes.

Pour autant, la définition de "système" n'est pas satisfaisante dans la mesure où elle est fondée sur une énumération large plutôt que sur une définition fonctionnelle. En outre, la directive vise les systèmes incluant trois participants au moins (sans compter la chambre de compensation ou l'organe centralisateur de paiement) mais les États membres ont la possibilité de déroger à cette règle en limitant à deux le nombre des participants<sup>39</sup>.

portant sur des instruments financiers et pour le Portugal ; Portugal, "Decree Law" 105/2004 du 8 mai 2005 disponible sur [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

35. Le droit français a récemment réformé son régime de transfert de propriété des titres cotés : V. Ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005 ratifiée par la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 ainsi que les articles 560-1 à 560-8 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et les articles L. 431-2 et L. 431-3 du Code monétaire et financier ; H. de Vauplane, "Transfert de propriété des titres cotés : la réforme achevée... ou presque !", Revue Banque, n° 669, mai 2005, p. 87 et s.

36. Directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres du 19 mai 1998, JO L 166/45 du 11 juin 1998. V. art. L. 330-1 II et III du Code monétaire et financier.

37. Certains États membres n'imposent cependant pas aux autorités judiciaires ou administratives l'obligation d'indiquer l'heure exacte à laquelle la décision d'insolvabilité est prise.

38. P. Goutay, "Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison", Banque & Droit, n° 70, mars-avril 2000, p. 11.

39. C'est d'ailleurs le cas en droit français. V. art. L. 330-1 I du Code monétaire et financier.

Dans ces conditions, le champ d'application de la directive ne semble pas suffisamment circonscrit, ce qui explique qu'en pratique des entités intervenant à des étapes différentes du processus de marché bénéficient de la qualité de "système".

De plus, les éléments de rattachement à une loi applicable en cas d'insolvabilité d'un participant peuvent être sujets à caution. La directive prévoit en effet que les participants sont soumis à la loi du système<sup>40</sup> mais des conflits peuvent survenir lorsque la loi applicable au système est différente de la loi de l'État membre dans lequel le système est situé.

Une révision de la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres du 19 mai 1998 serait donc certainement opportune, surtout dans le contexte actuel de multiplication des transactions transfrontalières au sein de l'Union européenne<sup>41</sup>.

### 17. Choix et accès aux infrastructures post-marché

L'objet de la DSI était de permettre une mobilité accrue des entreprises d'investissement et des établissements de crédit à l'intérieur de l'espace financier européen. Dans ce contexte, l'article 15 de la DSI soumettait les États membres d'accueil à une obligation de veiller à ce que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit puissent avoir accès, directement ou indirectement, aux systèmes de compensation et de règlement-livraison mis à la disposition des membres des marchés réglementés.

La question du choix et de l'accès aux infrastructures post-marché est également traitée par la directive MIF mais de manière plus complète. Les articles 34, 35 et 46 de cette directive envisagent en effet le dénouement des transactions par le biais des chambres de compensation et des systèmes de règlement-livraison négociées tant sur des marchés réglementés que sur des MTF. L'accent est également mis sur le dénouement des transactions par le recours à des infrastructures post-marché localisées dans un État membre différent de celui sur lequel sont négociées les transactions.

18. Le choix accordé aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit n'est cependant pas total dans la mesure où l'autorité compétente pour la surveillance du marché réglementé ou du MTF dispose du droit d'interdire le recours à une infrastructure pour préserver le fonctionnement "harmonieux" et "ordonné" du marché en question. De plus, pour ce qui est des marchés réglementés, les infrastructures elles-mêmes peuvent refuser l'accès à leurs services pour des raisons commerciales.

40. Article 8 de la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres du 19 mai 1998.

41. V. rapport d'évaluation sur la directive concernant le caractère définitif du règlement, disponible sur [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/financial-markets/settlement/index\\_fr.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/settlement/index_fr.htm). V. notamment le communiqué de presse de la Commission européenne (IP/05/1613) qui indique que "en raison des développements techniques récents et de l'augmentation de l'activité transfrontalière, il peut être nécessaire de clarifier et de simplifier la directive, afin d'adapter la législation à l'évolution des marchés financiers".

42. Le présent article a été rédigé en février 2006 avant que la Commission européenne ne se soit définitivement prononcée sur la question de la promulgation d'une directive sur la compensation et le règlement-livraison.

## II. L'amélioration du cadre juridique de la compensation et du règlement-livraison<sup>42</sup>

19. Même si, en l'état des développements, aucune décision officielle n'a été prise au niveau communautaire pour édicter un texte contraignant en la matière, la Commission européenne a déjà identifié certaines solutions pour lever les barrières existantes (A). En complément, d'autres voies d'amélioration peuvent légitimement être proposées (B).

### A. Les solutions identifiées pour lever les barrières relevées par la Commission européenne

20. La Commission européenne a identifié trois types de solutions qui sont susceptibles de créer en Europe un véritable un marché intégré de la compensation et du règlement-livraison : la suppression des obstacles au dénouement des transactions transfrontalières, l'établissement d'une politique de concurrence entre les infrastructures post-marché et l'éventuel encadrement de la matière par un texte spécifique.

#### 21. La suppression des obstacles au dénouement des transactions transfrontalières

La Commission européenne affiche son intention de créer en Europe un marché d'instruments financiers intégré et efficace capable de concurrencer les marchés américains et asiatiques<sup>43</sup>. Dès lors, les transactions négociées sur des marchés d'instruments financiers européens doivent pouvoir être dénouées dans les meilleures conditions.

Grâce à une description du processus de marché, de la négociation au règlement-livraison<sup>44</sup>, le premier rapport Giovannini identifie les différents obstacles au dénouement des transactions transfrontalières. Le rapport distingue ainsi les obstacles techniques ou liés aux pratiques de marché, les obstacles résultant des différences dans les procédures fiscales nationales et les obstacles d'ordre juridique. Quant au second rapport Giovannini<sup>45</sup>, il propose un véritable plan d'action pour supprimer ces différents obstacles.

22. Outre les barrières juridiques qui, comme vu précédemment, pourraient être levées si le cadre juridique actuel venait à être amélioré, la Commission européenne conditionne l'intégration financière à la levée des obstacles techniques.

43. COM(2005) 177, 3 mai 2005, *Livre Vert sur la politique des services financiers (2005-2010)*, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) ; C. McCreevy, "The transatlantic capital market - fulfilling its true potential", Speech/06/64 du 8 février 2006, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) ; avis du Comité économique et social européen sur la "Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen - Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne - Un plan pour avancer", 2005/C 221/21.

44. "Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", nov. 2001, p. 12 et s.

45. *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, avril 2003.

Pour elle, les infrastructures post-marché en Europe devraient s'assurer que leurs systèmes d'information puissent être véritablement interconnectés<sup>46</sup> ce qui permettrait d'utiliser au choix n'importe laquelle des infrastructures en Europe, quand bien même elle ne serait pas localisée dans le pays où les instruments financiers ont été négociés. En complément, la BCE pourrait se prononcer dans le but de supprimer les différences nationales dans les délais de règlement.

### 23. L'établissement d'une politique de concurrence entre les infrastructures post-marché

Le premier rapport Giovannini a pointé du doigt les coûts élevés de dénouement des transactions transfrontalières. Le second rapport Giovannini a quant à lui analysé la consolidation des infrastructures post-marché en Europe comme pouvant constituer un vecteur important de baisse des coûts. Les rédacteurs du rapport ont cependant précisé que, même si elle pouvait aboutir à des économies d'échelle et une baisse des coûts de dénouement, la consolidation ne devait pas être poursuivie au détriment des règles du droit de la concurrence. En outre, la sécurité et l'efficacité des marchés d'instruments financiers doivent également rester des impératifs ne pouvant être sacrifiés.

On sait que les infrastructures post-marché ont déjà fait l'objet d'un important mouvement de rationalisation<sup>47</sup> qui pourrait encore se poursuivre dans le cadre de "bataille des Bourses européennes"<sup>48</sup>. Dans ce contexte, les professionnels se sont largement exprimés sur cette question de la consolidation des infrastructures post-marché. Ils semblent s'être plutôt prononcés en faveur d'une consolidation accrue au profit d'une "organisation horizontale" avec une seule chambre de compensation et un seul organisme de règlement-livraison en Europe<sup>49</sup>. Cette opinion a d'ailleurs été relayée par le Commissaire européen Charlie McCreevy lui-même<sup>50</sup>.

46. Le concept de fluidité technique du processus de marché est connu en pratique sous l'appellation STP pour *Straight Through Processing*.

47. B. Gentner, "À la recherche d'une future infrastructure européenne du post-trading", Banque Magazine, supplément au n° 650, sept. 2003, p. 49 et s. ; B. Gentner et T. Valier-Brasier, "L'avenir des chambres de compensation et des courtiers électroniques", Banque Magazine, n° 649, p. 49 et s. ; F. Drighes, "Clearing Euronext : une industrialisation en marche...", Banque Magazine, n° 640, oct. 2002, p. 70 ; C. Karyotis, "À l'aube de l'European Clearing House", Banque Magazine, n° 609, déc. 1999, p. 48-49.

48. "La bataille des bourses européennes", Problèmes économiques, Places financières, La documentation Française, n° 2.888 du 7 décembre 2005, v. notamment p. 16. ; Cette bataille des bourses européennes est aujourd'hui l'occasion de comparer le modèle d'intégration dit "vertical" (dans lequel l'entreprise de marché est liée par des liens capitalistiques aux infrastructures post-marché) au modèle d'intégration dit "horizontal" : à titre d'illustration d'une mise en œuvre du modèle horizontal (par Euronext), v. "CIK rejoint le groupe Euroclear", Joint Media Release, 2005-MR-021FR, disponible sur [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com) et N. de Teran, "Clearing house move may pave way for LSE bid", Financial News, 20 fév. 2006, p. 3.

49. "Post-Trading in Europe : calls for consolidation", AFEI-Assosim-FBF-LIBA, 20 fév. 2006, disponible sur [www.fbf.fr](http://www.fbf.fr) ; Interview de P. de Lauzun, La Tribune, 24 janv. 2006, p. 27 ; AFEI, Information, n° 72, nov.-déc. 2005, disponible sur [www.afei.com](http://www.afei.com) ; "The Future of clearing and settlement in Europe", Corporation of London, déc. 2005, disponible sur [www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch](http://www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch), V. p. 22 et s.

50. C. McCreevy, "Fund Management - Regulation to facilitate competitiveness, growth and change", Speech/05/503 du 13 septembre 2005, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int). V. notamment p. 4 : "Some market participants argue that the creation of consolidated structures in the EU, such as a single pan-European Central Counter Party [CCP], could help the development of the European capital market".

51. "Single Market in Financial Services Progress Report 2004-2005",

24. En tout état de cause, cette consolidation annoncée des infrastructures post-marché doit se faire en conformité avec le droit communautaire de la concurrence. Rappelons que celui-ci permet la détention d'une position dominante si elle est le fruit de l'efficacité commerciale d'une entreprise. Une telle situation pourrait engendrer une baisse des coûts de dénouement des transactions et une sécurisation accrue des marchés d'instruments financiers.

Cependant, l'entreprise qui est en situation de position dominante ne peut abuser de sa position pour restreindre et étouffer la concurrence.

### 25. L'éventuel encadrement de la matière par un texte spécifique

Le secteur de la compensation et du règlement-livraison doit-il être encadré par un texte communautaire contraignant qui réglerait l'ensemble de la matière de manière spécifique ? La Commission européenne n'a pas encore tranché cette importante question<sup>51</sup>. En attendant sa position officielle, les secteurs privés<sup>52</sup> et publics<sup>53</sup> se sont prononcés en faveur de la nécessité de légiférer par le biais d'une directive communautaire, même si certaines voix ont été discordantes<sup>54</sup>.

La question n'est pas évidente car, comme précédemment évoqué, des textes s'appliquent déjà en la matière, soit directement soit indirectement. De plus, le secteur du post-marché a déjà fait l'objet d'une série de recommandations émises par le "groupe des Trente"<sup>55</sup> mais aussi et surtout par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (normes dites "CPSS-IOSCO")<sup>56</sup>. Malgré leur caractère non contraignant, les "normes CPSS-IOSCO" ont en pratique un impact considérable sur les infrastructures post-marché qui, sous l'impulsion de leurs régulateurs, s'y conforment au mieux<sup>57</sup>.

Commission staff working document, SEC(2006) 17 du 5 janvier 2006, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int). V. notamment p. 7 : "In addition, the Commission services have been carrying out a regulatory impact assessment to analyse the economic case for legislative action on clearing and settlement. This impact assessment is still underway, and should be completed within the first quarter of 2006."

52. Communiqué de presse IP/06/205 du 22 février 2006, "Compensation et règlement-livraison de titres : le Commissaire Charlie McCreevy et le Dr. Alberto Giovannini ont rencontré les dirigeants de l'industrie", disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) ; J. Tricou, "Propositions de la FBF pour l'intégration européenne des activités post-marché", Banque Magazine, n° 665, janv. 2005, p. 16 et s. ; J.F. Pons et H. d'Etigny, "Les priorités de l'Europe bancaire en 2005", Banque Magazine, n° 665, janv. 2005, p. 36 et s. ; "Livre Vert sur la politique des services financiers (2005-2010) - Réponse de Paris Europlace à la consultation de la Commission européenne", 25 juillet 2005, disponible sur [www.europlace.net](http://www.europlace.net), v. notamment p. 2.

53. "Réponse de la France au Livre Vert de la Commission européenne sur les services financiers", ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, août 2005, disponible sur [www.minefi.gouv.fr](http://www.minefi.gouv.fr), v. p. 17 ; avis de la Banque centrale européenne du 15 juin 2004, CON/2004/22, disponible sur [www.ecb.int](http://www.ecb.int), v. p. 3 point n° 9.

54. "The Future of clearing and settlement in Europe", ob. cit., p. 35 et s. ; V. également les travaux de T. Villiers qui a publié fin janvier un projet de rapport à l'intention du Parlement européen concluant l'absence de nécessité de légiférer par le biais d'une directive européenne.

55. "Clearing and Settlement - A Plan of Action", Group of Thirty, Steering Committee, disponible sur [www.group30.org/recommendations.php](http://www.group30.org/recommendations.php).

56. OICV-IOSCO, "Recommendations for Central Counterparties", nov. 2004, disponible sur [www.bis.org](http://www.bis.org) (site de Bank for International Settlements).

57. H. Boucheta et M. Timon, "L'adhésion aux chambres de compensation face à l'internationalisation des marchés financiers", Banque & Droit, n° 104, nov.-déc. 2005, p. 14, n° 24.

26. Dans ces conditions, la question de l'opportunité d'une directive se pose avec une particulière acuité. Il faudrait d'ailleurs garder à l'esprit le fait que la Commission européenne a, dans d'autres domaines, déjà pris position en faveur d'une auto-régulation<sup>58</sup>. Il apparaît pourtant que seule une directive européenne peut être à même de réglementer de manière contraignante l'ensemble de la matière. Cette directive pourrait compléter de manière utile les textes existants, en particulier la directive MIF, et pourrait reprendre à son compte les éléments développés dans les rapports Giovannini. D'autres points qui n'ont pas forcément été abordés dans ces rapports pourraient également être pris en considération.

## B. Les voies complémentaires d'amélioration

27. En plus des propositions diverses déjà formulées notamment par les rapports Giovannini, certaines voies complémentaires d'amélioration peuvent être envisagées. L'objectif est de réglementer d'une part les entités post-marché et d'autre part l'adhésion à ces entités.

### 28. Réglementer les entités post-marché

L'éventuelle directive sur les activités post-marché devra tout d'abord définir au mieux les fonctions de compensation et de règlement-livraison et préciser quelles sont les infrastructures qui assurent ces fonctions. Cela suppose que soit au préalable adopté un vocable unique pour chaque domaine<sup>59</sup>.

En complément de ces définitions, il semble qu'un système d'agrément comme chambre de compensation et comme système de règlement-livraison puisse seul permettre d'identifier (et de choisir) au mieux les infrastructures post-marché. Les conditions d'obtention dudit agrément pourraient être notamment liées à la taille des fonds propres de l'entité, à ses moyens technologiques et humains et à la gouvernance mise en place<sup>60</sup>. Comme pour les agréments délivrés dans le cadre de la négociation des instruments financiers, "l'agrément post-marché" pourrait être délivré par une autorité publique du pays d'origine et

être "passeportable" dans d'autres États membres. Une liste des entités agréées pourrait à cet effet être tenue à jour par la Commission européenne.

29. Par ailleurs, les infrastructures post-marché doivent faire l'objet de la part des régulateurs d'une surveillance appropriée. Les initiatives isolées aujourd'hui mises en œuvre pour contrôler à l'échelle internationale les infrastructures post-marché<sup>61</sup> doivent laisser place à une régulation contrôlée et fondée sur une répartition appropriée des compétences.

### 30. Réglementer l'adhésion aux entités post-marché

Pour faire face à l'internationalisation des marchés d'instruments financiers, les infrastructures post-marché doivent adapter leurs conditions d'adhésion en particulier pour palier le fait que les activités des adhérents compensateurs et des participants aux systèmes de règlement-livraison ne bénéficient pas du passeport européen<sup>62</sup>. Dans un contexte résolument international, il conviendrait d'accorder à ces différents membres un statut unique afin de leur faciliter l'adhésion aux différentes infrastructures post-marché. À l'image de statut de prestataire de services d'investissement, la création d'un statut de prestataire de services de compensation et de règlement-livraison permettrait à la fois d'assurer des conditions comparables de concurrence entre les prestataires mais aussi et surtout de les faire bénéficier du passeport européen. Fait révélateur, tant la Commission européenne que le Comité économique et social européen utilisent expressément l'expression de "*prestataire de services de compensation et de règlement-livraison*"<sup>63</sup>.

31. Enfin, pourra également entrer dans le champ de l'éventuelle directive sur la compensation et le règlement-livraison l'instauration de critères généraux minimums d'adhésion. Ces critères s'ajouteront alors aux critères spécifiques laissés à la discrétion de l'entité post-marché. Dès lors, les conditions d'accès aux entités seront davantage standardisées ce qui pourra faciliter à la fois l'adhésion de nouveaux membres et les adhésions croisées entre infrastructures. ■

58. "Bruxelles ne réglementera pas les agences de notation", AGEFI, 10 jany. 2006, p. 3.

59. À titre d'exemple, les organismes assurant la compensation des transactions négociées sont dénommés soit chambres de compensation soit contrepartie centrale.

60. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, "Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne - Un plan pour avancer", COM(2004) 312 final du 28 avril 2004, p. 21 et 22, disponible sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

61. "Autorité des marchés financiers. Protocole d'accord relatif au contrôle et à la surveillance des activités au sein du Groupe LCH.Clearnet", JO 8 mai 2005, p. 8023, n° 35.

62. H. Boucheta et M. Timon, art. préc.

63. V. les documents suivants disponibles sur [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) : Avis du Comité économique et social européen sur la "Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen - Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne - Un plan pour avancer", 2005/C 221/21, v. notamment C221/129 ; "Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen - Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne - Principaux problèmes et défis futurs", COM(2002) 257 final du 28 mai 2002, v. notamment p.13.