



L'ÉVOLUTION DES DÉPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES EN EUROPE : DES FONCTIONS STABLES DANS UN ESPACE MOUVANT

GISÈLE CHANEL-REYNAUD *
DOMINIQUE CHABERT *

Le règlement-livraison (R&L) réalisé dans les systèmes des dépositaires¹ centraux nationaux (CSD) ou internationaux (ICSD) constitue l'avant-dernier stade de la chaîne de traitement des valeurs, le stade ultime étant la livraison des valeurs dans les comptes des détenteurs ultimes par leurs teneurs de comptes/conservateurs² (les conservateurs intermédiaires ou *custodians*). L'organisation est assez simple lorsqu'il s'agit de transferts nationaux³, les dépositaires locaux étant directement reliés au dépositaire central qui remplit pour leur compte deux fonctions primordiales :

- d'une part, il assure la conservation ultime des valeurs et atteste de l'authenticité des titres ;
- d'autre part, il assure leur circulation à l'intérieur du marché par le biais de son ou ses systèmes de R&L⁴.

Dans un cadre purement national, ces deux fonctions sont en général assurées de manière sûre, rapide et avec des coûts de transaction faibles. En revanche, pour les opérations transfrontalières, les coûts et les suspens augmentent considérablement⁵. Il existe, en effet, 33 systèmes différents de R&L dans l'Europe des 25⁶. À cette structure déjà complexe s'ajoutent d'autres acteurs tels les *regional et global custodians* et les dépositaires internationaux (ICSD) qui assurent un rôle de dépositaire pour les titres internationaux. Cette « balkanisation » constitue l'une des barrières à la mise en place d'une intégration financière selon les deux rapports Giovannini⁷.

* Université Lyon 2 / GATE UMR CNRS 5824.



En effet, alors que pour la création de la monnaie unique le choix a été d'appliquer une démarche « fédérale » en créant un organisme unique chargé d'assurer la mise en place et le fonctionnement d'un système de paiement unifié, pour l'unification du marché financier, la méthode est celle de la mise en concurrence des intervenants. Cette option a amené une grande partie des économistes à assimiler le secteur du R&L à celui du transport de marchandises ou d'énergie (Knieps, 2004 ; Van Cayseele, 2005 ; Schmiedel, Schönenberger, 2005) et à prôner une libéralisation de la circulation des titres, tout en analysant la situation de « monopole naturel » des systèmes de règlement. Cette dernière leur semble comparable à celles par exemple de Réseau Ferré de France. Il en résulte une recherche de claire dissociation entre la mise en place et la gestion des réseaux (qui pourrait relever d'une logique de monopole naturel) et les utilisateurs de ces réseaux (qui doivent être du domaine concurrentiel). On a ici une approche organisationnelle et technologique, qui met particulièrement l'accent sur le caractère industriel de la finance. Elle privilégie cependant une approche de l'intermédiation financière « par les coûts de transaction » au détriment d'une approche « par la gestion des risques » plus cohérente avec la démarche fonctionnelle européenne.

Sans nier l'intérêt de cette approche désormais assez répandue, nous allons essayer ici de nous placer sous un angle différent, plus axé sur la nature particulière des *financial commodities* et en insistant sur leur proximité avec la monnaie. À partir de là, à l'aide de l'analyse fonctionnelle, nous allons étudier l'évolution des différentes institutions en comparant ce qui se pratique pour la monnaie et ce qui existe pour les titres. Nous chercherons à en déduire les évolutions souhaitables de la fonction de dépositaire central en Europe.

LES SIMILITUDES CROISSANTES ENTRE LES TITRES ET LA MONNAIE

Jusque dans les années 1980, la distinction entre le monétaire et le financier, entre les titres et la monnaie n'a pas soulevé de problème particulier. Les deux types d'instruments étaient clairement distincts, aussi bien sur le plan théorique (théorie de la dualité, dichotomie primaire et secondaire) que sur le plan empirique (circuits de circulation tout à fait différents, interdiction de rémunération de la monnaie, durée de détention distincte, liquidité faible des titres et parfaite pour la monnaie, coûts de transaction élevés pour les titres, inexistant pour la monnaie, risque en capital pour les titres, inexistant pour la monnaie). Avec les réformes financières et surtout les progrès technologiques des 30 dernières années, cette césure est de plus en plus difficile à opérer⁸. C'est, du reste, l'une des raisons pour lesquelles la Banque centrale a



renoncé à une politique quantitative et intervient de plus en plus sur le champ de la stabilité financière. Sur certains marchés (marchés monétaires), les titres sont de parfaits substituts de la monnaie et leur R&L est quasi-instantané (avec RGV notamment).

De leur côté, y compris pour le particulier, les créances sur les banques sont désormais rémunérées, leur circulation engendre des coûts de transaction et elles ne se distinguent plus des autres créances sur les émetteurs que par l'échange à parité avec la monnaie Banque centrale. Là réside la césure majeure entre titres et monnaie et là se trouve la justification de l'existence d'une Banque centrale pour la monnaie et d'un *free banking* avéré pour les titres. Cependant, au regard de la fonction de conservateur, cette différence résiduelle ne nous semble pas de nature à justifier un traitement aussi divergent des titres et de la monnaie, si l'on considère que la substitution de plus en plus parfaite entraîne les mêmes risques systémiques.

*LA FONCTION DE CONSERVATEUR CENTRAL
DANS UN ESPACE DOMESTIQUE NATIONAL :
UNE FONCTION SOCIALE ESSENTIELLE*

Comme beaucoup de fonctions, celle de conservateur a évolué dans le temps. Plus précisément, l'importance donnée à chacune de ses deux composantes a changé, la circulation des valeurs prenant peu à peu le pas sur la fonction d'instrumentation de la confiance.

La fonction liée au stock : l'instrumentation de la confiance

Dans une approche fonctionnelle, cette instrumentation de la confiance a été le premier fondement de l'existence des dépositaires. Il suffit de se référer aux mythes fondateurs de nos civilisations pour constater que les métaphores du dépôt et les représentations du dépositaire foisonnent, que l'instrumentation de la confiance fait partie intégrante de la fonction gestionnaire du dépôt. L'existence d'une punition terrible⁹, en cas de manquement, qu'elle soit d'essence divine ou humaine, en est la garantie. La confiance justifie seule l'attitude du déposant qui prend le risque de laisser son bien sortir de sa sphère d'influence - Rapport au Parlement (1816). Cette fonction d'instrumentation de la confiance a été successivement assurée par la puissance divine, religieuse (les temples), politique (nationalisation des Banques centrales, des banques, des conservateurs) et, de plus en plus par des entités indépendantes (BCE) commerciales ou mutualistes (CSD, ICSD).

La pratique de la restitution et le pouvoir du dépositaire peuvent cependant varier selon que le bien doit être rendu à l'identique ou qu'il est fongible et peut être restitué sous forme d'un versement équivalent.

C'est ce qui fonde notamment la différence entre les pratiques concernant les titres et la monnaie.

La fonction du « dépositaire » de monnaie

Dans le domaine monétaire, les dépôts sont fongibles, la banque, émettrice de créances commerciales acceptées comme monnaie, n'est pas seulement « conservatrice », mais « débitrice » des déposants créanciers. En ce sens, elle peut utiliser la monnaie, mais est tenue de restituer une somme équivalente à celle qui a été déposée, éventuellement augmentée des intérêts. Cette situation particulière a plusieurs conséquences :

Les « conservateurs intermédiaires » de monnaie

(ie. les banques teneurs de compte) attestent de la propriété

- La banque est elle-même émettrice de créances utilisées à des fins de transaction : la monnaie commerciale. En France, elle est jusqu'à présent la seule habilitée à gérer la circulation de la monnaie ; cette situation devrait évoluer avec le projet de mise en place d'un statut « d'institutions de paiement », distinct de celui des banques. On est là dans le cas d'une mise en concurrence des utilisateurs de circuits de règlement, de façon comparable à ce que l'on voit dans les secteurs industriels.
- La banque peut « faire travailler la monnaie déposée » sur ses comptes par ses clients. Elle n'a pas d'obligation de ségrégation des avoirs.
- Les déposants subissent, de ce fait, une « asymétrie informationnelle¹⁰ ». L'instrumentation de la confiance dans la monnaie est donc particulièrement importante. Elle a été assurée au niveau de la banque par la réglementation, la nationalisation, la taille, la diversification des bilans ou, plus récemment, par une gestion active des risques qui permet de partager et de diversifier le risque porté par la banque.

Par ailleurs :

- les déposants sont garantis de la perte de valeur des créances monétaires sur la banque par leur échange à *parité* avec la monnaie émise par la Banque centrale, au sein d'un même système de paiement¹¹ ;
- les déposants sont garantis de la défaillance de la banque par des fonds de garantie ;
- les banques sont soumises à une réglementation stricte.

Le « conservateur central » (ie. la Banque centrale) assure l'adéquation du stock aux besoins et la certification de la valeur de la monnaie

- Dans la mesure où les banques peuvent prêter les fonds qu'elles gèrent pour le compte de leurs déposants, elles ne sont pas tenues de redéposer la totalité de ces fonds auprès de la Banque centrale. Seule une partie infime l'est au titre des réserves obligatoires.



- Le rôle de la Banque centrale consiste donc moins à stocker la monnaie qu'à s'assurer que l'ensemble des monnaies mises en circulation par les différents acteurs correspond aux besoins de l'économie. C'est ce qui justifie sa prédominance dans la tenue de la politique monétaire et de l'assurance liquidité des banques (fonction de prêteur en dernier ressort).
- La rigueur de la gestion du stock de monnaie par la Banque centrale est le garant de la valeur de cette dernière vis-à-vis des autres monnaies.
- Bien que ce rôle apparaisse comme plus technique, la Banque centrale est aussi authenticateur de la monnaie. Elle doit en garantir l'existence réelle (lutte contre la contrefaçon).

La fonction de dépositaire d'actifs financiers

Dans le cas des actifs financiers, il n'y a pas le même degré de fongibilité, le détenteur reste à tout moment le propriétaire d'une valeur bien identifiée (par exemple par son code ISIN), d'où l'obligation de ségrégation entre les titres détenus par un conservateur pour son propre compte et ceux détenus pour le compte de la clientèle.

Les conservateurs intermédiaires (*custodians*) attestent de la propriété

5

Le conservateur intermédiaire est l'intermédiaire de marché qui garde dans ses systèmes la trace informatique détaillée des actifs financiers de ses clients. Il ne réalise qu'une conservation intermédiaire. En revanche, il propose à partir de cette activité, toute une série de prestations purement commerciales, à forte valeur ajoutée. Il valorise, en fait, une activité plutôt déficitaire parce que très gourmande en coûts fixes, en proposant des services de *dataware housing* à sa clientèle.

- Tous les titres en circulation sont comptabilisés dans les comptes titres de leurs détenteurs par des teneurs de compte/conservateurs qui jouent un rôle notarial *d'attestation de propriété*.
- Le conservateur, qu'il soit intermédiaire ou central, n'est pas responsable de la valeur des titres qui fluctue en fonction de l'état des marchés et de la qualité de l'émetteur. Le détenteur assume, par conséquent, pleinement le risque en capital.
- Le conservateur intermédiaire, qui est affilié au CSD, peut servir de lien entre ce dernier, une banque étrangère, un global *custodian* ou un ICSD, dans ce cas, on parlera de fonction de local *custody*. Les acteurs étrangers, faute de lien direct économiquement justifié, doivent souvent passer par un local *custodian* qui leur apporte un service d'interface avec les pratiques fonctionnelles et juridiques locales.



Le conservateur central atteste de l'authenticité des valeurs

- Les conservateurs centraux de titres ne sont pas émetteurs de titres, ils tiennent simplement un registre des titres émis sur leur territoire.
- Le conservateur/dépositaire central est le garant de la confiance des marchés dans l'existence des titres en circulation. Il atteste de l'authenticité des titres, il assure, en quelque sorte, leur traçabilité. Sans cette attestation, les marchés ne pourraient pas fonctionner.

Knieps (2004) considère que les deux fonctions d'authentification et d'attestation de propriété constituent deux éléments de la fonction notariale. Dans la mesure où elles ne sont pas assurées par le même intervenant, cette position nous paraît difficile à tenir car elle suppose que les fonctions des conservateurs intermédiaires et ultimes présentent les mêmes risques systémiques, ce qui n'est pas le cas.

- En cas de *défaillance d'un conservateur intermédiaire*, un certain nombre d'individus, voire d'institutions seront affectés, de la même façon que s'il y a défaillance dans la livraison d'énergie. Bien que le problème puisse s'avérer très préoccupant du fait de l'importance de certains intervenants, on reste dans un cas de défaillance et de défiance localisées.

- En cas de *défaillance d'un conservateur ultime*, la suspicion porterait sur l'ensemble des titres du territoire, ce qui induirait un risque systémique. Personne ne serait en mesure de dire si les titres existent ou n'existent pas, si leur stock correspond bien à ce qui a été émis par les émetteurs ultimes au fil du temps, si les OST ont été assurées... On entre dans un processus généralisé de défiance, plus proche des conséquences de la crise de la vache folle que de celles de la rupture d'approvisionnement en électricité en Californie.

Le risque est suffisamment important pour que cette fonction soit considérée comme une pièce essentielle de la sécurité des marchés. « Un dépositaire central est un prérequis indispensable à toutes prestations de base d'un système de R/L efficace » (Karyotis, 2005). La plupart des pays se sont, d'ailleurs, dotés d'un conservateur central.

La fonction d'organisation de la circulation des titres

Pourtant, avec la multiplication des transactions et l'absence de scandale récent lié à une circulation de faux titres, de nature à rappeler l'importance de la fonction d'authentification et de traçabilité, une seconde dimension est devenue, avec le temps, prioritaire par rapport à la fonction notariale initiale¹².

Les transformations dues à la dématérialisation

Le développement de la fonction de circulation : la traçabilité

La dématérialisation a introduit de nouvelles fonctions pour le



conservateur de titres. Il n'en est plus seulement le « gardien », mais il en devient *l'authentificateur* et assure la *traçabilité*. À ce titre, de la même façon que la Banque centrale (authentificateur de la monnaie) organise la circulation de la monnaie scripturale à travers ses systèmes de paiement de gros montant, le conservateur (authentificateur des titres) organise la circulation des titres dématérialisés dans les systèmes de règlement-livraison¹³. Dans un univers totalement dématérialisé, comme c'est le cas en France, le conservateur, gestionnaire du stock, doit « organiser », en liaison éventuellement avec les CCP¹⁴, les entrées et sorties de ce stock vis-à-vis des conservateurs intermédiaires. Les caractéristiques des systèmes de paiement et de R&L¹⁵ sont, du reste, intimement liées depuis la mise en place de l'euro, du fait des exigences des normes Lamfallussy (règlement brut pour les systèmes de R&L de titres associés aux RTGS liés à Target).

Le développement de services connexes de collatéralisation ;
l'apport de liquidité sur le marché des prêts-emprunts

La centralisation des opérations post-Bourse est devenue particulièrement importante dans la mesure où sur une même place, les participants peuvent parfois être membres de plusieurs chambres de compensation (ce n'est pas le cas sur Euronext). Or, un défaut de paiement d'un participant sur un marché peut se propager sur d'autres marchés. Un dépositaire central peut, dans ce cas, limiter ces réactions en chaîne en proposant une immobilisation ou une collatéralisation des titres faisant l'objet des transactions¹⁶. Ainsi, en facilitant le développement des opérations de prêts et emprunts de titres et la collatéralisation, il accroît à la fois la sécurité, la liquidité du marché et l'efficacité des systèmes de *trading* et de règlement. Dans le cadre plus précis du marché monétaire, la circulation scripturale des valeurs mobilières *via* un dépositaire central est essentielle à la flexibilité du système et à la collatéralisation des prêts imposée par une Banque centrale pour ses interventions¹⁷. Son rôle pourrait s'apparenter à un rôle de prêteur en dernier ressort de titres à la nuance près, et elle est importante, qu'il n'émet pas lui-même ces titres, mais peut seulement, à la demande d'une banque, organiser leur mise à disposition.

L'irruption de nouveaux acteurs liée au développement de l'international

Les ICSD

1 - Remplissent la fonction de dépositaires centraux de titres internationaux.

Les *ICSD* remplissent historiquement les mêmes fonctions que les dépositaires domestiques, mais sont, pour l'essentiel, spécialisés dans la conservation, le *clearing* et le R&L des titres internationaux.

C'est Morgan Guaranty Trust of New York qui a fondé Euroclear en 1968 à Bruxelles. Peu à peu, 120 intermédiaires financiers sont entrés dans son capital¹⁸. CEDEL¹⁹ a été, quant à elle, créée en 1970 à l'initiative des principaux concurrents de Morgan, afin de contre-carrer le monopole d'Euroclear. C'est le développement des euro-marchés qui a nécessité la mise en place de centrales capables d'effectuer le *clearing*, le R&L et la conservation des « Xeno-titres » (en particulier des euro-obligations) par définition apatrides. De ce point de vue, tant CEDEL/Clearstream²⁰ qu'Euroclear se sont bien positionnés sur le même créneau que les CSD. L'acronyme d'ICSD est parfaitement justifié : ce sont des dépositaires centraux ultimes des titres apatrides.

2 - Ils proposent aussi des prestations connexes.

Les ICSD, cependant, ne se contentent pas de ce rôle. Ils interviennent aussi dans les transactions sur titres nationaux lorsque l'une des parties prenantes est un non résident. Le schéma est alors un peu plus complexe puisque les ICSD, ne maintiennent pas le droit, dans certains pays, d'avoir des relations directes avec les CSD²¹. Même lorsqu'ils le peuvent, ils n'ont pas forcément de compte dans chaque CSD. C'est la raison pour laquelle, ils développent aussi des relations avec des correspondants locaux (des banques relais, des *local custodians*) qui ont un accès direct au CSD et à ses systèmes de règlement-livraison. En Europe, les titres sont immobilisés au nom d'Euroclear ou de Clearstream ou de SEGA Intersecttle dans ces banques. Les relations entre les CSD et les ICSD s'entrecroisent donc sans véritablement se recouper, tant que la notion de domestique se confond avec celle de national, mais il suffit que les CSD développent des liens entre eux ou que les ICSD « achètent » des CSD locaux pour que les fonctions supports puissent bénéficier de projets communs visant à réduire les coûts de traitement. De plus, avec le changement de dimension du « domestique », la part des échanges internationaux est de plus en plus grande. Pour les ICSD, la répartition des tâches doit être la suivante :

- la relation est dénouée par un CSD dans le cas d'un titre domestique traité par des contreparties domestiques, dans la devise locale - ce type de transaction est évidemment amené à se raréfier ;
- la relation est dénouée par un ICSD sur un titre domestique quand l'une ou les deux contrepartie(s) n'est (ne sont) pas domestique(s) ;
- la relation est dénouée par un ICSD sur un titre apatride, quelle que soit la nationalité des investisseurs.

Dans cette optique, du point de vue de la stricte circulation, le changement de dimension de « national » à européen amène logiquement à « remplacer » les CSD par les ICSD. Nous verrons que la prise en considération de l'authentification des titres conduit à plus de nuances.

À partir de ces activités, les ICSD proposent aussi toute une palette

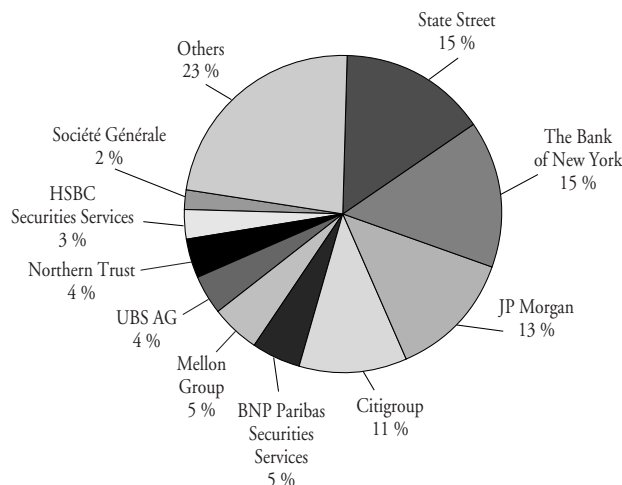


de services à valeur ajoutée. Dans ce cas, ils remplissent encore une autre fonction, non pas de conservation ultime mais intermédiaire, qui recoupe en partie celle des *global custodians*.

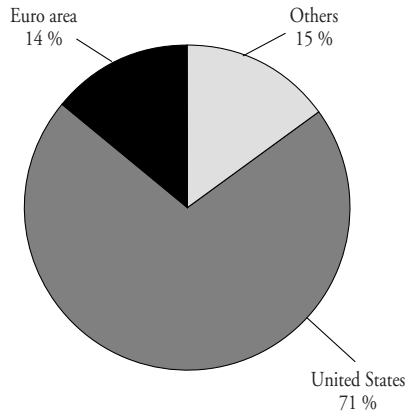
Les « global custodians »

L'activité de conservateur intermédiaire de titres est devenue un axe stratégique de développement de certains établissements au niveau international. On l'appelle *global custody* lorsque les banques gèrent des titres de plusieurs pays. En fournissant sa prestation, le *global custodian* traite administrativement les titres d'un ensemble de juridictions différentes, le plus souvent en sous-traitant à des sous-conservateurs locaux (*subcustodians*²²). Cette évolution est liée à l'internationalisation des activités d'investissement et, notamment, à l'arrivée massive d'investisseurs anglo-saxons en Europe Continentale, qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles d'actifs et multiplient leurs opérations transfrontalières. Les conservateurs s'inscrivent dans une démarche commerciale à l'égard des investisseurs. Ce sont des prestataires de services qui débordent très largement la seule fonction administrative et technique. Dans leur offre de services, on peut citer, par exemple, les activités de :

- supports de communication relatifs au dénouement des transactions ;
- informations détaillées sur le portefeuille (valorisation, *reporting*),
- fourniture de renseignements techniques sur les marchés,
- traitement des formalités fiscales,
- gestion de l'activité de prêts-emprunts de titres,
- gestion des comptes à vue adossés aux comptes titres,
- analyse de risque,
- *proxy voting*.



Source : Schmiedel H., Schöenenberger A. (2005), p. 16.



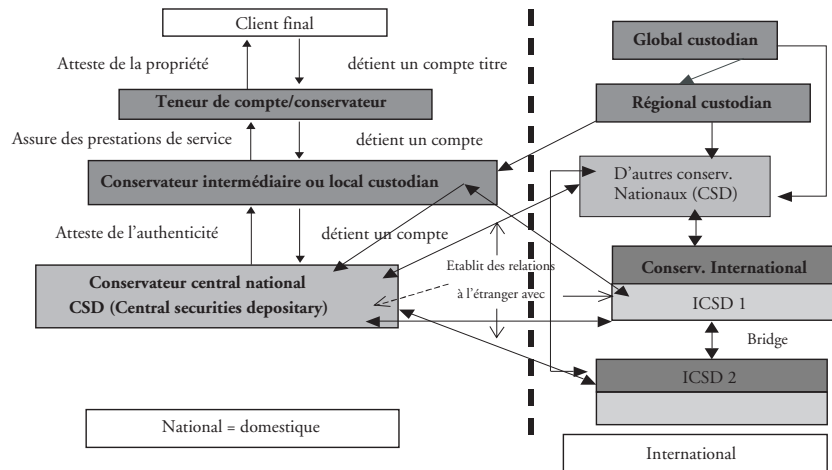
Source : Schmiedel H., Schöenenberger A. (2005), p. 16.

À l'échelle internationale, le marché de la conservation d'actifs est fortement concentré et dominé par les banques américaines²³ qui ont été les premières à faire de la conservation un métier à part entière. Les graphiques ci-dessus indiquent leurs parts de marché respectives.

Très gourmande en investissements informatiques, cette activité suppose d'attirer sans cesse de nouveaux investisseurs institutionnels, établissements de crédit ou entreprises d'investissement souhaitant soustraire leur conservation. Le conservateur est à la recherche constante

10

Graphique n° 1
Les relations entre les participants au R&L dans une hypothèse de national et domestique confondus



L'activité de conservation ultime est représentée par la couleur gris clair, celle de conservation intermédiaire par le gris foncé et la coexistence des deux par les deux couleurs (ICSD).



d'économies d'échelle grâce à des traitements de masse, tout en étant à même de faire face aux demandes spécifiques de tel client ou prospect.

Au total, dans le cas simple où le national et l'international sont facilement identifiables, on peut figurer les relations entre ces différents acteurs sur le schéma suivant.

En définitive, on est sur un cas de figure assez comparable à celui des comptes de correspondants dans le cadre des paiements internationaux. Les *local custodians* sont aux titres ce que les banques correspondantes sont à la monnaie. Ils ont accès aux systèmes de R&L des CSD où vont s'opérer la livraison et la conservation ultime des titres. Ils sont le lien organique que les banques sont amenées à créer en l'absence directe de lien avec un SSS²⁴ étranger. Le développement de fonctions spécifiques vient donc pallier les insuffisances d'un non système. Si nous continuons l'analogie avec ce que l'on a pu observer pour les systèmes de paiement, le passage du national au domestique (au sens européen du terme) devrait forcément entraîner une simplification institutionnelle pour les opérations internes à l'ensemble « domestique ». À partir de là, il est particulièrement important de bien définir ce que l'on entend par domestique.

LA CONSTRUCTION DE L'EUROPE : LA DISSOCIATION NATIONAL - DOMESTIQUE

11

La construction d'une « Europe domestique des titres » soulève de nombreuses questions pour l'industrie du R&L et de la conservation. Par simple « translation » de l'espace domestique national à l'espace domestique européen, il peut sembler en première instance fondé d'envisager la présence d'un seul « CSD domestique européen » auquel aurait accès l'ensemble des conservateurs « intermédiaires » européens. Il administrerait un système de R&L paneuropéen et serait conservateur ultime de titres « européens ». Dans ce cas limite, se posent alors d'épineuses questions relatives au maintien des CSD nationaux, à la raison d'être des *global custodians*, vidés d'une partie de leur substance, au positionnement des ICSD, et au statut que pourrait avoir un CSD domestique unique.

Au-delà des interférences institutionnelles, il convient également de s'interroger sur le sens que revêt la notion d'espace domestique des titres. Doit-on le constituer à partir d'un espace de réglementation homogène, à partir de celui de la communauté euro, ou d'une unité « technologique » au sein de laquelle la chaîne-titres serait pleinement intégrée dans la foulée de l'approfondissement des fusions légales actuelles en fusions technologiques entre les différentes infrastructures de marché ? Ces trois approches ne sont pas exclusives. Elles montrent la complexité de la reconfiguration actuelle où se mêlent convergence des réglemen-



tations, intégration des marchés et des systèmes dans un espace complexe à plusieurs niveaux (EEE²⁵, UE²⁶, MCE2, Eurosysteme) et consolidation de marché des infrastructures (notamment de R&L), pour des activités qui ont de plus une vocation mondiale.

Pour analyser ces questions, de nouveau l'examen de la construction de l'Europe monétaire est éclairant, à la fois pour montrer les similitudes, mais aussi pour mettre en évidence les spécificités de cette construction.

Pour l'espace des paiements : le « domestique » recoupe la zone de transfert de souveraineté (la zone euro)

Une volonté politique forte

Dans le domaine de la construction monétaire, la volonté politique a été forte. Il a fallu engager d'importants moyens pour passer rapidement d'une communauté monétaire (la communauté de compte euro) à une véritable communauté de paiements. La renonciation à la souveraineté monétaire et la création d'un organisme fédéral (la BCE) sont des signes forts de cette volonté. Elle n'a cependant pas été suffisante pour aboutir directement à un schéma totalement intégré. Pour les paiements de gros montants, elle s'est traduite par une harmonisation des systèmes restés nationaux *via* Target, géré par la BCE. Pour les petits paiements, la première démarche a été de laisser faire le marché. L'ajustement spontané ne s'est pas réalisé et les infrastructures de paiement de petits montants sont restées éclatées après l'adoption de l'euro (fragmentation des chambres de compensation dont les soldes se dénouent dans les systèmes des différentes Banques centrales nationales). Cette situation a nécessité l'intervention de la sphère réglementaire.

Relayée par la Commission européenne au niveau réglementaire

C'est donc par une impulsion de type réglementaire que l'Europe des systèmes de paiement a progressé. L'adoption du règlement européen qui a amené à considérer les virements transfrontaliers réalisés au sein de l'UE comme « domestiques » a créé une incitation décisive pour les banques. Elles ont dû reconsidérer la question des procédures de traitement des opérations. Le projet de SEPA²⁷, les réalisations de l'EPC²⁸, le débit paneuropéen s'inscrivent dans cette démarche visant à consolider les infrastructures de paiement voire à créer des structures paneuropéennes (label PEACH) afin de maîtriser les coûts et rationaliser le circuit de traitement des opérations. Si les banques ont été amenées à réagir promptement au projet de mise en place du SEPA, c'est parce que le règlement européen a traduit la volonté de ne pas faire payer au



consommateur la facture de la construction de l'Europe des paiements. Il paraissait en effet politiquement malvenu de surtarifier les paiements de petits montants *cross-border* (même si techniquement, cela pouvait se concevoir du fait du maintien de systèmes de paiements fragmentés dans un espace monétaire unique) dans une communauté de paiements euro élargie.

Qui s'est imposée aux établissements pour « faire système »

Avant la mise en place de l'euro, les banques commerciales utilisaient les comptes de correspondants pour les paiements réalisés au sein de l'Union européenne. Dans la construction de l'Europe monétaire, on a mis en place d'abord un concept : l'union monétaire, autour d'une nouvelle unité de compte. Sa matérialisation dans une véritable communauté de paiement a supposé la mise en place par la BCE d'infrastructures dédiées aux virements de gros montants. Avec Target, on est passé d'un non système (absence d'infrastructure dédiée) à un véritable système (une infrastructure). La mise en place de Target a signé l'arrêt de mort du *correspondant banking*.

Au niveau de la circulation internationale de monnaie, on a pu observer la même évolution : les comptes de correspondants ont été la réponse trouvée pour permettre les paiements internationaux entre deux zones monétaires différentes. Dès lors que CLS a vu le jour en 2002, l'activité *correspondant banking* n'a cessé de décliner au profit de cette nouvelle infrastructure de compensation multi-devises.

Il ressort de ces évolutions trois observations qui nous semblent primordiales pour les titres.

- Le non système qu'est le *correspondant banking* ne résiste pas à la mise en place d'infrastructures dédiées.
- En Europe, la BCE en tant qu'authentificateur légitime du stock de monnaie euro, a été placée au cœur de l'organisation de sa circulation (gestion de Target).
- Au niveau mondial, CLS, entité privée mutualiste, ne fait qu'assurer un paiement contre paiement. En effet, contrairement à ce que son nom pourrait faire penser, elle est moins une chambre de compensation (pas de *netting* ni de novation) qu'une sorte de « dépositaire international de monnaies », dont elle assure la circulation simultanée (PCP). Son rôle est donc très limité et sa mise en place par le marché a été très laborieuse.

Pour la construction de l'espace des titres

Une volonté politique plus tempérée qui aboutit à une solution palliative

Dans le domaine de la construction de l'Europe des titres, la volonté politique est beaucoup moins affirmée. La difficulté actuelle tient au fait



que les avancées sont à la fois multiples (convergence des réglementations, fusion de Bourses, rapprochement de CCP, de CSD) et non abouties (réglementations encore disparates, fusions légales sans intégration des systèmes²⁹...).

Outre l'impression, fautive, que ce sujet est essentiellement technique et peu intéressant pour le public³⁰, d'autres raisons peuvent expliquer l'absence de volonté politique forte :

- il n'y a pas eu de matérialisation d'un risque systémique de R&L qui pourrait accélérer l'urgence de la mise en place d'une véritable infrastructure paneuropéenne comme ce fut le cas avec CLS³¹ (risque Herstatt) pour le marché des changes ;

- dans une optique de construction d'une Europe des titres, la question se pose de savoir qui pourrait avoir, au niveau européen, une légitimité suffisante pour assurer la fonction d'authentification, sachant que la dimension nationale n'existe plus, et que, dans l'immédiat, il n'existe pas d'organisme mutualiste purement européen. Le gestionnaire d'un « Target du titre » devrait être une sorte de SEBC du titre (SEDCT, Système européen de dépositaires centraux de titres/ESCSD, European System of Central Securities Depositories). À qui confier le cœur de la gestion de ce système ? Qui pourrait organiser la circulation des titres en l'absence d'authentificateur légitime ?

Faute d'arriver à un résultat satisfaisant, les solutions palliatives ont donc été maintenues. Le CCBM a été mis en place comme un dispositif transitoire permettant de faciliter l'utilisation d'un collatéral-titres d'un autre pays dans le cadre d'opérations de pension de titres auprès de la BCE pour accéder à la liquidité centrale. Ces comptes de correspondants auraient dû disparaître à mesure que les liens directs entre CSD européens se développaient pour faciliter la circulation transfrontalière du collatéral. La sous-utilisation de ces liens explique que, contrairement aux attentes, le CCBM ait perduré et qu'il représente encore aujourd'hui le mode le plus utilisé alors qu'il est, nous l'avons vu, l'illustration d'un « non système ».

Une émergence difficile de la réglementation

À l'heure où la construction de l'Europe politique est en panne, le volontarisme des autorités publiques s'affaiblit. De longue date, l'idée d'un code européen des valeurs mobilières est reconnue comme prématurée et la construction d'une Europe des titres paraît éloignée des préoccupations des citoyens. Comme pour les systèmes de paiement de petits montants, se pose alors la question de savoir si une réglementation peut être envisagée pour accélérer sa mise en œuvre.

La Directive sur les marchés et les instruments financiers (Directive MIF) adoptée au printemps 2004 vise prioritairement les fonctions de



marché par la mise en concurrence des Bourses traditionnelles avec les plates-formes électroniques de *trading*³² et par l'autorisation de l'internalisation des ordres. Elle traite en revanche de manière elliptique des fonctions de post-marché.

Le débat porte actuellement en Europe sur l'utilité d'une directive qui viendrait spécifiquement organiser et encadrer les fonctions post-marchés et notamment le R&L. Les tenants de l'option réglementaire³³ plaident pour l'adoption d'un texte qui viserait à séparer les infrastructures et leurs utilisateurs. Les opposants³⁴ défendent, en revanche, l'idée que c'est au marché d'organiser le devenir de l'industrie du *clearing* et du *settlement* par une concurrence entre les acteurs présents. Pour l'heure, l'opportunité d'une réglementation n'a pas été tranchée, la Commission ayant décidé de diligenter une étude d'impact dont les résultats devraient être connus début 2006. Le Rapport Kauppi³⁵ (juillet 2005) a simplement réaffirmé les principes de l'harmonisation des règles au plan européen (transparence des prix, libre accès, sécurité des systèmes).

La Commission ne pourra pas échapper à la question de savoir si elle devra ou non s'inspirer, pour le R&L, du règlement sur les paiements transfrontaliers. En admettant qu'elle fasse le choix d'une telle réglementation, il reviendra alors aux opérateurs d'accélérer l'harmonisation et la consolidation de leurs systèmes. Ils ne pourraient pas, en effet, dans une telle optique, répercuter sur les investisseurs, le coût des traitements *cross-borders* dans un espace (les 25 *a priori*) désormais considéré comme domestique (en dépit de l'éclatement des systèmes). Dans cette hypothèse, la Commission devra aussi clairement se prononcer sur le cas de l'authentificateur/organisateur de la circulation des valeurs.

Si cette proposition n'est pas retenue, ce sera au marché de s'organiser sur la base des fusions industrielles. C'est actuellement de cette manière qu'en l'absence de réglementation volontariste, l'Europe du titre tente de se construire.

*Des constructions partielles sur la base de fusions industrielles
qui ne résolvent pas le problème d'authentification*

Les opérations transfrontalières nécessitent des interventions humaines multiples, ce qui les rend moins fiables (problèmes de re-saisies/risque opérationnel), plus longues et plus coûteuses. Dans ces conditions, des procédures de *Straight Trough Processing* sont pour l'instant inenvisageables au plan international. L'uniformisation technique des pratiques revêt, par conséquent, une importance toute particulière, d'un strict point de vue industriel. C'est ce à quoi se sont attelées un certain nombre d'entités qui ont fusionné. On remarque que toutes les fusions



transfrontalières se sont articulées autour d'un dépositaire unique, qui a établi des liens avec les dépositaires nationaux. On est ici clairement dans une démarche purement industrielle de fusions entre des entreprises « classiques ».

L'espace industriel et l'espace monétaire (donc politique) n'ont ici aucune raison de se rejoindre « *a priori* ». Il y a de ce point de vue contradiction entre aménagement du territoire financier européen (constitution d'un espace homogène et intégré) et recomposition de conglomérats de marché (macro-CCP, macro-CSD).

On prend alors en compte les infrastructures et, vu sous cet angle, devient « domestique » une opération intégrée au sens « technique » du terme, sans référence à la construction européenne ou à la zone euro. Certains espaces intégrés débordent de l'espace monétaire, alors que des espaces fragmentés subsistent au sein de la même communauté monétaire.

Trois exemples :

- les marchés de titres d'Euronext sont tous des marchés de la zone euro. En revanche, si l'on considère les marchés dérivés avec Euronext-Liffe ou le post-marché, avec la fusion LCH.Clearnet et la fusion Crest/Euroclear, on peut observer que ce n'est pas le cas. On a un exemple de zone domestique intégrée techniquement sans appartenance à la même zone monétaire ;

- de même, l'existence de LCH.Clearnet et l'intégration de CREST au sein du groupe Euroclear pourraient légitimer le qualificatif d'opération « domestique », alors que le développement séparé de la filière titres en France et en Allemagne plaiderait plutôt pour une opération *cross-border* entre les deux pays ;

- le même phénomène se retrouve sur les marchés nordiques : OM Group et HEX (marché finlandais) : ont réalisé en 2003 la fusion de Bourses appartenant à des espaces monétaires différents.

OMX = OM + HEX + Vilnius + Tallin.

On a ici des fusions réalisées entre pays zone euro (Finlande), du MCE₂ et hors MCE₂.

On doit rappeler toutefois, à la suite de Tapking (2005) que les fusions n'ont pas encore donné lieu à une totale intégration technologique, même si la volonté de la réaliser est forte. Pour l'instant, elles se situent essentiellement au niveau de fusion légales.

On constate effectivement qu'en cas d'intégration technologique, la circulation des valeurs sera simplifiée et les coûts de transaction réduits.

Mais si l'on se place du point de vue de la fonction « d'authentification », le problème n'est pas résolu. Dans ce cas de figure, la légitimité du conservateur (ICSD), en tant « qu'authentificateur », n'existe que pour les membres du groupe (Euronext par exemple), avec lequel il a passé un accord de coopération. Vis-à-vis des autres intervenants, elle n'existe



pas ou peut être mise en cause (comme cela a été le cas pour Clearstream). Il doit alors « emprunter » sa légitimité à un organisme de contrôle, si celui-ci existe. Dans la période actuelle, c'est la FSA britannique qui joue ce rôle, du fait de sa réputation. On conçoit bien que cette situation ne peut pas perdurer, or le CESR n'a pas prétention à devenir rapidement une autorité de tutelle européenne des marchés.

Ainsi nous avons choisi, dans cet article de laisser en partie de côté les aspects purement circulatoires du R&L, pour nous attarder plus sur les fonctions d'authentification et de traçabilité propres aux dépositaires centraux afin d'évaluer, par une comparaison avec les systèmes de paiement, les évolutions de ces institutions.

Cette démarche nous a permis de voir que les similitudes entre la circulation des titres et celle de la monnaie sont très grandes et que l'intégration des systèmes de paiement, plus avancée que celle des systèmes de R&L, pouvait donner des indications intéressantes sur les évolutions souhaitables des différentes institutions. Le fait de nous attacher prioritairement, à la fonction d'authentificateur, intimement liée au risque systémique permet aussi de montrer que les approches purement « circulatoires et industrielles » laissent de côté des questions qui nous paraissent fondamentales pour la construction d'un marché intégré des titres en Europe.

NOTES

1. Dans cet article, nous utiliserons indifféremment le terme de dépositaire, conservateur ou *custodian* pour désigner les institutions qui assurent la fonction de conservation. Le terme de dépositaire doit être entendu ici au sens générique et non pas au sens français de dépositaire d'OPCVM.
2. Cette opération est réalisée par les intermédiaires de marché, à partir de leurs systèmes secondaires. Ils « déglobalisent » les virements cash et titres reçus des intermédiaires de Place et les « répartissent » entre les clients finaux - acheteurs ou vendeurs.
3. Nous distinguons dans cet article le national (référence au pays), du domestique (référence à une zone).
4. Dans le cas français il y en a deux pour Euroclear France ; RGV et Relit+.
5. Cf l'étude de l'AFTI, novembre 2002.
6. Voir le *livre bleu*, avril 2004.
7. Rapports Giovannini 2001 et 2003.
8. Les circuits de circulation sont intimement liés et présentent des caractéristiques proches (bruts ou nets) ; les durées de détention se rapprochent du fait du *turn-over* croissant des portefeuilles de titres et de la relative stabilité de la quasi-monnaie ; la liquidité des titres a considérablement augmenté, notamment par la mise

en place de *market-makers* et la réduction des délais de R&L ; les coûts de transaction ont considérablement diminué pour les titres et tendent à augmenter pour la monnaie ; le risque en capital sur les titres peut être supprimé par l'utilisation de produits dérivés.

9. On peut se référer, par exemple à la boîte confiée à Pandore et aux maux qui ont suivi son ouverture.
10. Le risque subi par le déposant a néanmoins été analysé par Diamond et Dybvig dans les modèles de panique bancaire.
11. Voir, à ce propos Chanel-Reynaud, Chabert « L'infrastructure financière européenne ; Quels schémas de développement pour la future Europe des titres », *La Revue Banque éditeur*, Chapitre III.
12. On a ici un exemple assez criant d'« aveuglement au désastre », même si les soupçons qui ont pesé un temps sur Clearstream, ou les réactions très vives des marchés à la suite des manipulations d'informations sur les titres Enron sont venus rappeler que ce cas de figure n'est pas purement théorique.
13. Règlement général de l'AMF « Les dépositaires centraux assurent la circulation des instruments financiers entre leurs adhérents, vérifient l'existence d'une stricte égalité entre le nombre total des instruments financiers d'une émission et le nombre des instruments inscrits aux comptes de leurs adhérents , s'assurent du respect de leurs règles de fonctionnement par leurs adhérents et informent l'AMF de tout manquement d'un adhérent par rapport à la réglementation ».
14. Les chambres de compensation lorsqu'elles existent.
15. Le terme français de règlement-livraison intègre cette dimension dans la mesure où il correspond à une pratique de simultanéité du paiement de cash et de la livraison des titres.
16. Humphrey D.B., Sato S., «Transforming payment systems», *World Bank Discussion Papers*, 1995.
17. À l'appui de ces arguments, Perold (1998) indique ainsi que l'immobilisation des titres avec la création du Central Certificate Service auquel a succédé le DTC, a été un élément essentiel de la résolution de la crise des *back-offices* aux USA à la fin des années 1960. Il va même au-delà en précisant que l'absence d'immobilisation a été à l'origine de la crise du marché boursier de Bombay en 1992. En effet, cette crise a été provoquée par l'exploitation, de la part de certains opérateurs, des délais importants dans la procédure de règlement dus à la nécessité de livrer physiquement les titres.
18. Catherine Karyotis, 2005, « Mondialisation des marchés et circulation des titres », *Revue Banque édition*, p. 152.
19. Centrale de livraison de valeurs mobilières.
20. La fusion entre la DBC allemande et Cedel a donné lieu à la naissance de l'entité Clearstream,
21. En effet, longtemps, les banques ont refusé cette possibilité parce qu'elles étaient bien souvent actionnaires du *CSD* local et qu'elles considéraient que les ICSD n'avaient pas vocation à développer une activité sur titres domestiques.
22. Lorsqu'ils ne gèrent que les titres d'une zone, il s'agit de *local*, voire de *regional custodians* (par exemple pour la zone euro).
23. Les principaux dépositaires dans le monde sont : State Street (9100 Mds \$), Bank of NY (8906 Mds \$), JP Morgan (8014 Mds \$), Citigroup (6640 Mds \$), BNP Paribas (2958 Mds \$), Mellon Group (2946 Mds \$), UBS, Northern Trust, HSBC IFS et Sté Générale. Source : La Tribune 23/11/04.
24. Pour Security Settlement System.
25. Espace Économique Européen.
26. Union Européenne.
27. Single European Payment Area.
28. European Payment Council.
29. Voir à ce propos l'article de Tapkings (2005).
30. Ce point de vue est discutable, ou en tout état de cause, mérite d'être discuté et ce d'autant plus depuis l'adoption du livre vert sur la politique des services financiers (2005-2010). L'ambition d'une Europe de l'épargne apte à répondre aux exigences posées par les nouvelles contraintes liées au financement des retraites et au vieillissement de la population rendent « tangible » l'Europe des titres.
31. On doit tout de même rappeler que la mise en place de CLS a eu lieu presque 30 ans après la matérialisation du risque Herstatt.



32. *Multi Trade Facilities*.

33. C'est notamment la position défendue par la Fédération bancaire française.

34. Voir par exemple le rapport Villiers (2005) : « *Our focus should be on bringing down the cost of cross border clearing and settlement, which is usually higher than for domestic transactions. A directive is not the best way to do this* ».

35. Nous renvoyons le lecteur au site de la Commission européenne www.europa.int (voir infrastructure des marchés financiers).

BIBLIOGRAPHIE

ARRUNADA B. (1996), « The Economics of Notaries », *European Journal of Law and Economics*, 3 (1), 5-37.

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2001), *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union*, Banque centrale européenne, juin, 754 p.

CHANEL-REYNAUD G., CHABERT D. (2004), *L'infrastructure financière européenne. Quels schémas de développement pour l'Europe des titres ?*, Banque éditeur, 303 p.

DEUTSCHE BÖRSE GROUP (2004), *The European post-trade market, An introduction*, White paper, 40 p.

FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE (*French Banking Association*) (2004), Remarques et observations de la FBF relatives au document, « Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Clearing and Settlement in the European Union: the way forward », August, 42 p.

GIOVANNINI, et alii, (2001, 2003), *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, November, Brussels.

IORI G. (2004), « An analysis of systemic risk in alternative securities settlement architectures », ECB, *Working paper series*, 404, 27p.

KARYOTIS C. (2005), Mondialisation des marchés et circulation des titres, *Revue Banque éditeur*, 253 p.

KAUKO K. (2005), « Interlinking securities settlement systems. A strategic commitment? », ECB, *Working paper series*, 427, January, 40 P.

KNIEPS G. (2004), « Competition in the post-trade markets: a network economic analysis of the securities business », *Discussion paper*, University of Freiburg, July.

MERTON R. C [Dir.] (1998), La finance sans frontière, *Économica*.

PAGANO M. et VON THADDEN E.,L. (2004), « The European Bond Market under the EMU », *working paper* n° 126 du CSEF, octobre : <http://www.dise.unisa.it/WP/wp126.pdf>, 34 p.

RAPPORT AU PARLEMENT (1816), « La fonction dépositaire de la Caisse des dépôts et consignations : éléments historiques, juridiques et économiques ».

SCHMIEDEL H., SCHÖENENBERGER A. (2005), « Integration of securities market infrastructures in the euro area », *ECB, occasional paper series*, 33, July, 48 p.

TAPKING J., (2005), « Economic Effects of CSD Merger in Europe », *Global Custody Review*, July-August, pp. 30-31.

VAN CAYSELE P., (2005), « Competition and the organisation of the clearing and settlement industry », Mimeo, WP, University Leuven.

