

RÉTROSPECTIVE ET PERSPECTIVE : SIX DÉCENNIES DE COMPTES COURANTS DE TITRES

CATHERINE KARYOTIS *

La Sicovam (Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières) est née le 4 août 1949. Soixante années jalonnent son existence : elle fut le premier dépositaire central à dématérialiser les titres sur l'ensemble de la place, trente-cinq ans après sa création ; puis vint l'informatisation des procédures postBourse au travers des systèmes Relit (règlement-livraison de titres) et RGV (Relit grande vitesse) en conformité avec les attentes du Groupe des Trente, suivie de la fusion avec Euroclear concomitante à la création de la première Bourse paneuropéenne, Euronext. Aujourd'hui, pour relever le défi de sécurisation de l'ensemble de la chaîne titres et répondre aux attentes de ses clients, la Sicovam - devenue Euroclear France - développe un nouveau *business model* qui sera ensuite consacré par une uniformisation européenne des systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres *via* le système TARGET2 Securities (T2S) (Trans-European Automated Time Gross Settlement Express Transfer System).

L'objet de cet article est de mettre en perspective les six décennies de comptes courants de titres sur la place financière de Paris, partie intégrante de Nyse Euronext, pour exposer la perpétuelle remise en cause du dépositaire central de titres paneuropéen.

* Professeur, banque et finance, Reims Management School.

LA NAISSANCE DU COMPTE COURANT DE TITRES

Le véritable dépôt collectif de titres (Moreau-Néret, 1939) est apparu en Autriche en 1872 (*Sammeldepot*) avec la création du Wiener Giro und Kassenvereine ; il fut ensuite introduit en Allemagne en 1882 par la Bank des Berliner Kassenvereines. Généralisé après la guerre, le système a considérablement diminué les mouvements de titres entre les établissements bancaires. Les banques, affiliées au Kassenvereine, effectuaient des virements et déposaient les titres leur appartenant en propre et ceux dont elles étaient dépositaires, après autorisation express de leurs clients. Toute opération, plutôt que d'être suivie d'une livraison ou d'un retrait physique de titres, se soldait par une inscription sur les livres du Kassenvereine et par des écritures dans les livres des banques. Enfin, l'encaissement des coupons et des droits s'effectuait par le crédit des comptes espèces sans détachement.

En France, après quelques expériences malheureuses d'ouverture de comptes courants de titres, il fallut attendre le décret du 11 juin 1930 pour la réouverture de comptes courants de rentes au porteur réservés aux établissements de crédit. Ce système fut utilisé pour seulement deux rentes perpétuelles qui furent, en 1932, converties en rentes amortissables ; le décret resta donc inappliqué car pour une rente amortissable, il aurait fallu créer autant de coupures qu'il existait de séries (Karyotis, 2008a).

Le dépôt collectif ne démarrera réellement en France qu'en 1941 avec la création de la CCDVT (Caisse centrale de dépôt et de virement de titres).

LA GÉNÉRALISATION DU COMPTE COURANT DE TITRES

Décret du 4 août 1949 : création de la Sicovam

La loi du 18 juin 1941 a créé la CCDVT qui avait pour mission de « recevoir tous les dépôts de valeurs mobilières pour le compte des agents de change, des courtiers, des banques et des établissements financiers, dont elle avait accepté l'affiliation, de faciliter, par des virements de compte à compte, la circulation de ces valeurs ».

Fort de ce constat, le décret du 4 août 1949 a mis fin au dépôt obligatoire des actions au porteur et laissa le libre choix aux détenteurs de déposer leurs titres auprès d'un nouveau dépositaire central, la Sicovam (créée le 30 décembre 1949).

Trois principes prévalaient pour les détenteurs optant pour le dépôt en Sicovam : la fongibilité des titres inscrits en compte, la suppression du détachement de coupons ou de droits, puis ultérieurement des titres amortis, et le régime des oppositions.

Progressivement, l'ensemble des valeurs mobilières fut admis aux opérations, démontrant que les dépositaires se sont mobilisés très tôt pour assurer la sécurité des transactions boursières, et ce, dans un esprit de célérité des procédures pour minimiser les coûts de traitement postBourse.

Une extension progressive à l'ensemble des valeurs mobilières

Si au départ, seules les actions étaient admises aux opérations de la Sicovam, le législateur a permis, au fil du temps, d'étendre le principe du compte courant de titres à d'autres valeurs mobilières.

Le décret du 13 décembre 1957 accepta, sous réserve d'approbation ministérielle, l'admission « d'autres valeurs mobilières à l'exception des obligations » : les certificats pétroliers (qui préfiguraient les certificats d'investissement créés en 1983).

Le décret du 14 septembre 1964 autorisa l'admission des obligations convertibles, phénomène révélateur du développement du marché obligataire français (entre 1950 et 1960, le total des émissions obligataires des entreprises du secteur privé fut multiplié par 17, contre 7 pour les actions). Par ailleurs, le décret du 22 août 1977 permit l'admission des obligations amortissables par tirage au sort de numéros de titres. Nonobstant la non-fongibilité de ce type de titres, la Sicovam mit en pratique un mécanisme de répartition proportionnelle, entre affiliés, des titres amortis.

Enfin, le décret du 18 mars 1971 permit l'admission de « toute valeur mobilière ou catégorie de valeur mobilière inscrite ou non à la cote officielle » ; ainsi, dès leur création, les Sicav ont été admises en compte courant.

Au total, tous les types de valeurs mobilières furent traités en Sicovam qui admet désormais automatiquement les nouveaux titres : fonds de titrisation, warrants et autres *trackers*.

LA DÉMATÉRIALISATION DES TITRES : UNE INNOVATION MONDIALE

Une modernisation de la Bourse de Paris jusqu'à la gestion des comptes titres

En 1979, le ministre de l'Économie ordonnait la constitution d'un groupe de travail relatif à la modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières en France ; ce qui a donné lieu à la rédaction d'un rapport dont les idées ont servi à l'édification de la place financière de Paris telle que nous la connaissons aujourd'hui. Et parmi ses premières recommandations, on note la

simplification du régime des titres, conduisant à une innovation majeure et unique à l'époque sur l'ensemble des places financières du monde : la dématérialisation des titres.

Cette réforme s'inscrivait dans la mouvance de celle de la monnaie au cours des siècles, puisque, après avoir été métallique, puis fiduciaire, elle s'est scripturalisée, avant d'aller jusqu'à revêtir l'aspect de signaux informatiques simples grâce à l'existence des cartes à mémoire (Pérouse, 1979).

Afin de réaliser la dématérialisation des titres, les modes de détention de ces derniers ont été unifiés par la généralisation de l'inscription des valeurs mobilières en compte Sicovam. Les comptes titres pouvaient être ouverts, au choix du détenteur, auprès de l'émetteur ou de son mandataire - titres nominatifs -, ou auprès d'un intermédiaire financier assurant alors l'anonymat vis-à-vis de l'émetteur - titres au porteur.

Cette réforme devait permettre d'éviter « d'avoir à vérifier l'état des titres et des coupons, leur bonne jouissance, à procéder à des contrôles de numéros, à des comptages, au remplissage de bordereaux multiples amenant des avantages majeurs, dont la réduction des coûts de gestion administrative pour les intermédiaires (estimés entre 40 % et 45 %) ». Elle devait également accroître la fluidité du marché en réduisant les délais des opérations sur titres telles que les augmentations de capital ou les offres publiques.

Globalement, la dématérialisation des titres était favorable à tous les agents économiques :

- les détenteurs devaient être désormais à l'abri des pertes et des vols, sans que leur anonymat ne soit remis en cause ; leur gestion de portefeuilles pouvait être optimisée par l'absence de retard en matière de paiement des coupons ; leurs droits de garde devaient être réduits ;
- les émetteurs n'étaient plus contraints de faire imprimer leurs titres et pouvaient contacter plus facilement leurs actionnaires par le biais des gestionnaires de comptes titres ; ils réduisaient enfin leurs charges en matière de tarifs appliqués pour leur service financier ;
- les intermédiaires réduisaient les coûts de gestion de leur chaîne titres, rationalisée par la dématérialisation.

Consciente de ces avantages, la place financière de Paris décida de dématérialiser ses titres en 1983, se donnant *de facto* une réelle avance technique.

Le bien-fondé de la dématérialisation

La dématérialisation des titres, effective le 3 novembre 1984, consista en une généralisation des comptes courants de titres. Aussi, les titres ont perdu leur existence physique et leur preuve de détention n'a plus résulté que d'une inscription en compte.

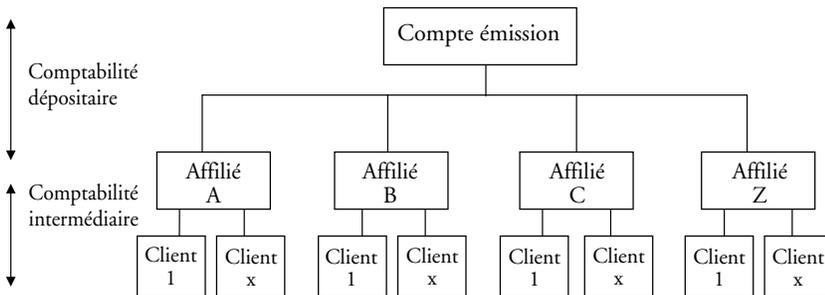
La Sicovam devint le gestionnaire des comptes titres pour les établissements teneurs de compte - ses clients appelés affiliés, puis participants -, garante de l'étanchéité du système de détention et de circulation des valeurs mobilières. Elle admettait à ses opérations l'ensemble des valeurs mobilières cotées à la Bourse de Paris.

Ses principes comptables reposaient sur une comptabilité en partie double, valeur par valeur, et sur la notion de droit constaté (dès qu'un droit est né et est certain, il doit être inscrit au nom d'un client à son compte sans qu'il soit nécessaire d'attendre l'exécution des opérations auxquelles la constatation de ce droit peut donner lieu).

Ces principes se devaient d'être édictés pour une totale étanchéité du régime de détention des titres : dans le cas contraire, un excédent de titres en circulation par rapport au total des titres inscrits au capital de l'émetteur conduit à une inflation de titres ; l'inverse est synonyme de titres en déshérence. À cette fin, la Sicovam, lors de toute introduction en Bourse ou d'émission de titres nouveaux (augmentation de capital, lancement d'emprunt obligataire...), ouvrait, et ouvre encore aujourd'hui, sur instruction de l'émetteur, un compte émission structurellement débiteur. Les contreparties de ce compte sont les crédits des affiliés représentant leurs avoirs pour le compte de leur clientèle ou pour leur compte propre.

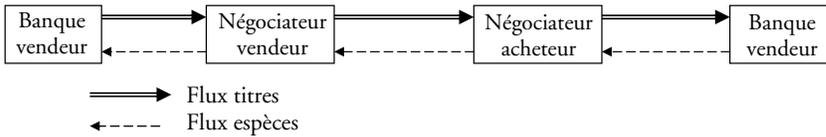
Pour chaque opération enregistrée, l'équation suivante est systématiquement vérifiée : total du compte émission = somme des avoirs des affiliés.

Figure 1
Vue générale des comptes titres dans un système dématérialisé



Source : Karyotis, 1994.

Figure 2
Flux de titres et d'espèces après chaque négociation



Source : Karyotis, 1994.

Mais il n'existait aucune règle de place quant aux délais à respecter par les contreparties, à une éventuelle simultanéité des mouvements espèces et titres, ou aux procédures à respecter. On a dénombré jusqu'à 23 filières de transfert de titres et d'espèces différentes. Enfin, un compte titre ne pouvant en aucun cas présenter un solde débiteur, un contrôle de provision de titres devait être effectué. Avant l'informatisation des procédures de règlement-livraison de titres, ledit contrôle de provision était réalisé *a posteriori* - après comptabilisation des mouvements de titres. Si un compte s'avérait débiteur, la Sicovam procédait à des écritures rectificatives, contre-passant l'écriture qui avait rendu tel ou tel solde débiteur. Mais la contre-passation de certaines écritures pouvait entraîner un nouveau solde débiteur pour lequel il fallait contre-passer une autre écriture et ainsi de suite... Le contrôle des provisions de titres après enregistrement pouvait donc générer des comptes débiteurs en chaîne et, *ipso facto*, augmentait le délai de traitement des opérations postboursières.

Face à ces imperfections et aux surcoûts entraînés par ces traitements, les pratiques postboursières ont été totalement informatisées.

L'INFORMATISATION DES PROCÉDURES POSTBOURSE

À la Bourse de Paris, l'évolution du métier des titres a connu trois phases principales, à l'instar du développement de l'informatique (Garsuault et Priami, 1995) :

- la dématérialisation (années 1980) : point de départ de la modernisation et de l'informatisation des activités « titres » ;
- l'informatisation (1990-1995) : mise en place des systèmes Relit et Saturne dotant le marché français d'une structure automatisée de dénouement des transactions sur actions et sur produits de taux. Cette phase a conduit à une amélioration notable de la productivité, permettant de traiter des volumes de plus en plus importants, dans un environnement où les risques opérationnels étaient de plus en plus maîtrisés, et à des coûts unitaires de plus en plus faibles ;
- la sécurisation (fin des années 1990) : apparition des systèmes de

règlement-livraison sécurisés (RGV pour les titres, TARGET pour les espèces) qui apportent le temps réel, l'irrévocabilité des dénouements et la mise à disposition de monnaie centrale aux participants en supprimant quasiment l'intégralité du risque de contrepartie sur les opérations de règlement-livraison entre participants.

Relit : offrir du J+3

Historiquement, Relit fut le premier système français de règlement-livraison en 1990. Il reposait déjà sur la simultanéité et l'irrévocabilité des opérations de paiement des espèces contre des livraisons de titres, le dénouement en J+5, puis en J+3 (J étant le jour de la négociation boursière). Pour ce faire, quatre fonctions (ajustement, préparation, dénouement et prêt ou emprunt de titres) et quatre systèmes informatiques (ISB - Inter sociétés de Bourse -, SBI - Sociétés de Bourse intermédiaires -, SLAB - Système de livraison par accord bilatéral - et Dénolement) étaient nécessaires. L'ISB, le SBI et le SLAB étaient des systèmes d'ajustement et de préparation des opérations qui passaient par tel ou tel système selon leur origine (transactions boursières pour l'ISB et le SBI ; transactions sur Sicav, pensions, marchés primaires et gris, mouvements internationaux pour le SLAB). Une fois ajustés et préparés, les mouvements passaient dans le système Dénolement qui réalisait simultanément la livraison des titres contre le paiement des espèces (selon la technique LCP - livraison contre paiement) et gérait les mouvements consécutifs aux opérations sur titres, avec imputation des comptes après contrôle des provisions.

77

Relit grande vitesse : un temps d'avance réel

Avec le système RGV, mis en œuvre par la Sicovam en 1998, la place de Paris sera la seule dans la zone euro à disposer d'un système automatisé de règlement-livraison qui combine irrévocabilité en temps réel et règlement en monnaie centrale. Le système RGV traitait les achats et les ventes sur les marchés gris, primaires et secondaires, les mouvements franco, les opérations de pension livrée, les prêts de titres, les négociations sur produits de taux (obligations assimilables du trésor - OAT - et emprunts d'État, obligations françaises, titres de créances négociables, émissions internationales et fonds communs de titrisation) et les opérations de politique monétaire. Par ailleurs, le système RGV, par l'interconnexion avec TBF (transfert Banque de France), permettait d'obtenir de la liquidité intrajournalière contre garantie, afin de faciliter l'exécution des règlements de gros montants, lui valant en 1998 d'être le seul système de la zone euro à être certifié sans réserve par la Banque centrale européenne (BCE) dans le cadre de l'évaluation des systèmes de règlement-livraison lancée par l'Institut monétaire européen (IME).

LA CRÉATION D'EURONEXT ET D'EUROCLEAR FRANCE

Une fusion paneuropéenne de Bourses

En 2000, les Bourses de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles fusionnaient en créant une société holding, Euronext NV, rejointe ensuite par la Bourse de Lisbonne et le Liffe. Et le 4 avril 2007, la fusion entre le Nyse Stock Exchange et Euronext était effective.

Euronext permet aujourd'hui aux investisseurs d'intervenir à partir d'un point d'accès unique sur un ensemble élargi de valeurs et de produits.

À cette fin, Euronext propose :

- une plate-forme unique de négociation (NSC - nouveau système de cotation) à laquelle sont reliés tous les négociateurs traitant toutes les actions et tous les produits selon des règles unifiées ;
- une feuille de marché unique par valeur, augmentant ainsi la transparence du marché et la liquidité des titres ;
- une seule chambre de compensation (LCH.Clearnet) ;
- et un système unique de règlement-livraison de titres.

Aussi, une entreprise désirant s'introduire en Bourse peut choisir la place, en étant alors soumise à la réglementation du pays d'accès.

78

Enfin, la nouvelle entité Nyse Euronext, au-delà des synergies, apporte aux émetteurs un couloir de liquidités plus vaste avec une cotation potentielle dans les deux devises internationales, tout en préservant les cadres réglementaires locaux, et aux investisseurs, à terme, une réduction des coûts qui résultera principalement de l'interface plus aisée car le système d'Euronext est étendu au Nyse (Karyotis, 2008b).

Au total, 1 036 entreprises sont cotées sur Euronext pour une capitalisation de 1 870 Md€ en décembre 2009. Nyse Euronext affiche une capitalisation de 14 540 Md\$ pour 3 164 valeurs.

Une fusion des dépositaires centraux de titres au profit d'Euroclear

Euroclear Bank a été créée en 2001 pour reprendre le rôle de Morgan Guaranty Trust Company of New York dans la gestion du système Euroclear fondé en 1968, en réponse aux besoins des professionnels en matière de système de compensation et de dénouement efficace pour les euro-obligations *via* un réseau de participants présents dans plus de 90 pays. À la création d'Euronext, les autorités de tutelle concernées ont eu pour objectif d'optimiser tous les traitements boursiers et postboursiers. Aussi, dès 2001, Euroclear a fusionné avec la Sicovam pour continuer avec les fusions des dépositaires belges et néerlandais,

pour ensuite consolider davantage encore les infrastructures européennes et intégrer dans son périmètre les dépositaires britanniques et irlandais, puis suédois et finlandais en 2008. En 2007, EMXCo, prestataire majeur de services de routage des ordres sur fonds d'investissement au Royaume-Uni, a rejoint Euroclear, concourant à l'amélioration de l'efficacité. En 2009, Euroclear a racheté Xtrakter, propriétaire du système TRAX d'appariement des transactions et de *reporting*.

Pour autant, les liens capitalistiques ne suffisent pas à créer une unicité de traitement sur le plan paneuropéen ; l'intégration des marchés financiers - rendue nécessaire depuis la mise en place de la monnaie unique - n'aboutira que lorsque les activités postBourse seront davantage consolidées (Milne, 2007), car les surcoûts liés à la fragmentation des systèmes de règlement-livraison européens pèsent lourdement chez les intermédiaires et les investisseurs (Caysele et Wuyts, 2007 ; Giovannini Group, 2001 et 2003 ; Serifsoy et Weiss, 2007). Aussi, Euroclear en a conscience et développe désormais un *business model* unique qui corrobore sa politique de sécurisation des prestations et de réduction des coûts engagée depuis ses fusions successives.

En 2008, Euroclear France affichait une conservation de 4 500 Md€ (groupe Euroclear : 18 100 Md€) et la valeur des transactions sur titres dénoués dépassait 200 000 Md€, soit 31,7 millions de transactions (groupe Euroclear : 560 000 Md€ pour 157,3 millions de transactions).

79

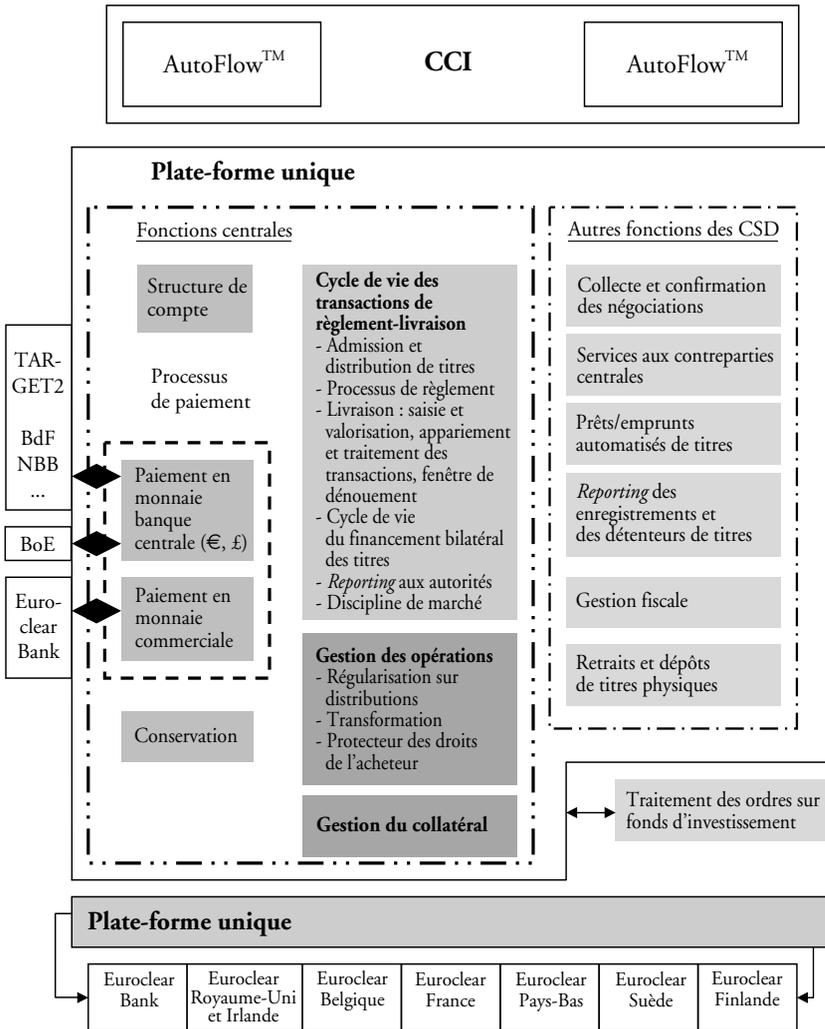
UN NOUVEAU BUSINESS MODEL POUR EUROCLEAR : UNE PLATE-FORME UNIQUE

La mise en place du nouveau *business model* d'Euroclear a été prévue en trois phases :

- le *single settlement engine* (SSE) en 2007 ;
- l'*Euroclear settlement of Euronext-zone securities* (ESES) pour les marchés français, belge et hollandais en janvier 2009 ;
- la *single platform custody and settlement* en 2010-2012 pour inclure à terme tous les marchés d'Euroclear.

Au final, l'architecture intégrant le moteur unique de dénouement SSE, les fonctionnalités spécifiques à certains dépositaires, la CCI (*common communication interface*) et les fonctions de traitement des ordres sur fonds d'investissement se présentent comme indiqué dans la figure 3 (ci-après).

Figure 3
Le nouveau *business model* pour Euroclear



80

BdF : Banque de France ; BoE : Bank of England ; CCI : *common communication interface* ; CSD : *central securities depository* ; NBB : National Bank of Belgium.
Source : Euroclear, 2008.

Le SSE assure les fonctions d'imputation et de comptabilisation des positions titres et espèces et la gestion des liquidités. La plate-forme s'appuie sur une structure de comptes titres et espèces harmonisée permettant une gestion identique quel que soit le dépositaire du groupe. L'ESES offre un point d'entrée unique pour le dénouement des transactions sur les trois marchés (France, Belgique et Pays-Bas), concourant

à faire baisser les frais de dénouement de l'ordre de 10 % (plus de 15 M€ par an d'économie). Un seul compte espèces auprès des banques centrales et un seul compte titres pour les trois marchés sont désormais utiles. L'ensemble couvre 65 % du marché d'actions Eurotop300, 50 % des encours des obligations domestiques et 60 % des OPCVM (Garrouste, 2009).

Aussi, le cycle de vie des opérations de règlement-livraison se décompose comme indiqué dans le tableau 1.

Tableau 1
Décomposition du cycle de vie des opérations de règlement-livraison

Processus de prédénuement	Admission et émission de titres <i>via</i> un seul mécanisme de saisie des titres selon le principe STP (<i>straight through processing</i>) Distribution des nouvelles émissions harmonisées grâce à un mécanisme identique aux instructions de transaction de titres
Processus de paiement	Prise en charge en monnaie centrale (euro et livre sterling) pour les clients utilisant le service domestique, en monnaie commerciale (52 devises éligibles) pour les autres Dénouement brut des transactions en temps réel et irrévocabilité des règlements en monnaie centrale
Conservation	Référentiel valeur et opérations sur titres (OST) pour toutes les valeurs éligibles Annonce et traitement des OST Saisie et <i>reporting</i> harmonisés vers ou en provenance des investisseurs et des émetteurs Gestion des assemblées
Gestion des transactions	Génération, traitement et <i>reporting</i> automatique des régularisations sur des opérations admises lors d'OST sur sous-jacents Mécanisme de protection des droits de l'acheteur pour les réorganisations volontaires ou obligatoires avec option
Gestion du collatéral	Gestion du collatéral et intégration des possibilités de prêt ou emprunt de titres dans la procédure de règlement-livraison.
Fonctions supplémentaires propres à chaque dépositaire	Collecte et confirmation des négociations Services aux contreparties centrales Prêt ou emprunt de titres Fonctions fiscales Gestion physique des titres
Communication	Acheminement des messages ISO

Source : Euroclear, 2008.

Euroclear aujourd'hui - comme Sicovam en son temps - à l'écoute permanente de ses clients, conserve un objectif fondamental de

sécurisation des opérations et de maintien de la compétitivité de la place financière. À cette fin, d'autres développements sont prévus, tel celui de l'harmonisation des procédures qui consacrera l'unification des systèmes financiers européens ; il en est ainsi de T2S et de CCBM2 (*correspondant central banking model*).

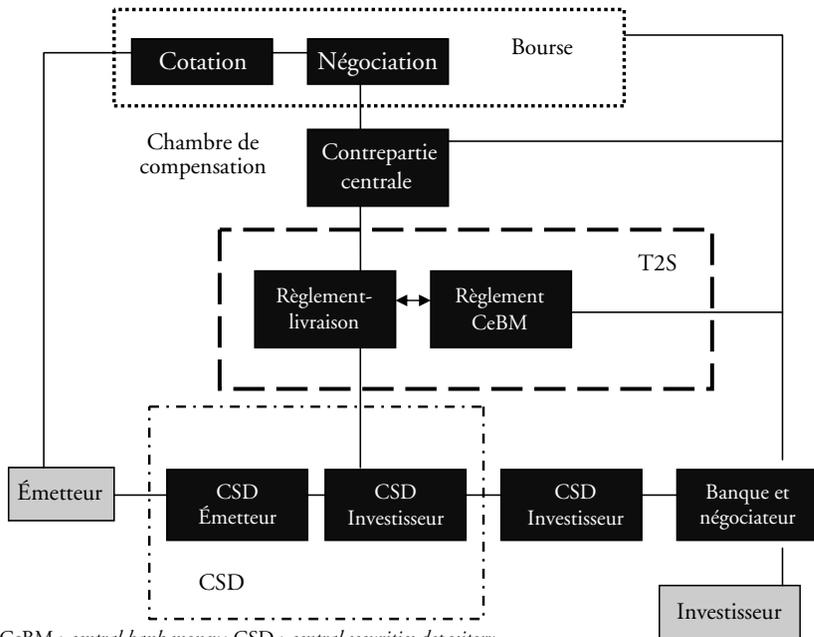
Vers de nouvelles perspectives de développement

En 2006, la BCE, constatant la trop grande fragmentation du *back office* européen lié aux 18 systèmes de règlement-livraison, a décidé des mettre en place un service standard et harmonisé pour tous les titres de la zone euro, T2S.

À l'horizon de 2013, ce projet permettra une simplification des circuits, une hausse de l'efficacité opérationnelle et une diminution des coûts. Il s'inscrit dans la continuité de la MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), de mise en concurrence de tous les acteurs et, bien évidemment, de TS2, le système de paiement unifié de la zone euro.

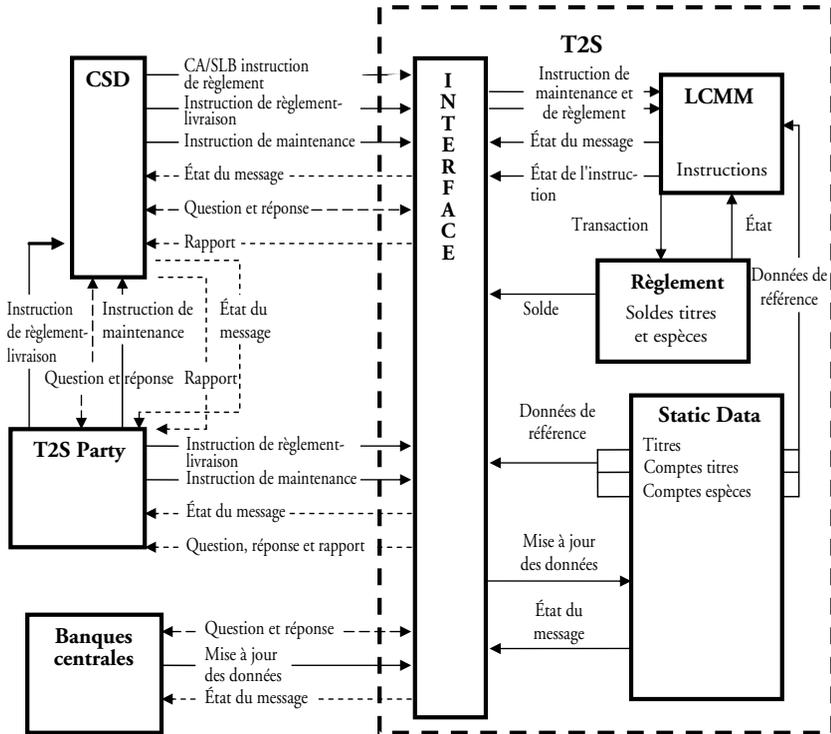
T2S apparaît comme la consécration de la levée des 15 barrières identifiées par les rapports Giovannini Group (2001 et 2003) pour construire un marché unifié en Europe (de Lima, 2005 ; Hartsing et Meijer, 2008 ; Rosenkrantz et Kindler, 2007).

Figure 4
Procédures boursières et postboursières



CeBM : central bank money ; CSD : central securities depository.
Source : BCE, 2007.

Figure 5
Structure développée



CA : corporate action ; CSD : central securities depository ; LCCM : life cycle management and matching ; SLB : securities lending and borrowing.
Source : BCE, 2007.

En parallèle de T2S, la BCE proposera une plate-forme unique pour la livraison et la gestion des actifs admis en garantie pour les opérations de politique monétaire *via* le CCBM2. Cette nouvelle gestion harmonisée de la collatéralisation permettra une utilisation transfrontalière des nantissements pour garantir les opérations de crédit de l'Eurosystème ; le service sera identique, quelle que soit l'origine des opérations - domestiques ou transfrontalières. La zone euro sera alors une réelle zone domestique.

La Sicovam avait donné en son temps une avance technique à la France en proposant le compte courant de titres qu'elle a généralisé en 1984 en dématérialisant l'ensemble des valeurs mobilières. En 2000, la France a créé la première Bourse paneuropéenne consacrée par la première Bourse transatlantique sept ans plus tard. Et aux côtés

d'Euronext, Euroclear a suivi le mouvement de concentration en associant son savoir-faire sur les euro-obligations avec celui des dépositaires domestiques. Aujourd'hui, ses clients disposent d'une plate-forme unique pour les marchés français, belge et hollandais, qui couvrira à terme tous les marchés du groupe Euroclear. Demain, T2S et le CCBM2 leur apporteront un système de paiement et de titres unifié en Europe, faisant aboutir définitivement le marché unique de l'euro né il y a dix ans (Kalemli-Oznan et *al.*, 2008).

La crise financière mondiale a montré le rôle indispensable des banques centrales. Alors que ces dernières ont injecté des montants colossaux de liquidités pour se substituer à un marché interbancaire inexistant, il convient que les dépositaires gèrent la collatéralisation de façon à sécuriser parfaitement les opérations de politiques monétaires. À défaut, le risque technique aurait amplifié le risque systémique avéré pour la première fois en octobre 2008 (Karyotis et *al.*, 2009). Si les dépositaires centraux de titres en Europe ont été performants pendant la crise, les deux projets majeurs (T2S et CCBM2) viendront renforcer la résilience des systèmes européens (Lucas, 2009) pour assurer une homogénéité et une efficacité accrue des procédures de règlement-livraison et une plus grande fluidité dans l'utilisation des garanties auprès des banques centrales pour renforcer la stabilité financière, challenge particulièrement crucial depuis le commencement de la crise des *subprimes* qui s'est propagée sur toute la planète et a amplifié la crise économique.

La compensation interbancaire est née en Italie et en Écosse ; le dépôt collectif de titres est né en Autriche et en Allemagne. La Sicovam fut créée le 4 août 1949. Euroclear fut le premier dépositaire supranational né en Belgique en 1968. La France fut le premier pays au monde à dématérialiser ses titres. L'Europe doit rester le terrain de fertilisation des innovations en matière de compensation et de règlement-livraison ; et, alors que les États de la zone euro ont perdu leur droit régalien de battre monnaie en 1999, il devenait incompréhensible, aux yeux de la communauté financière internationale, de ne pas créer une zone d'activité boursière et postboursière totalement unifiée.

BIBLIOGRAPHIE

- AVÉRAN-HORTEUR L. (1957), *De la CCDVT à la Sicovam : le compte courant d'actions*, thèse de doctorat.
- BCE (2007), *TARGET2 Securities - The Blueprint*, 8 mars.
- CAYSELE P. et WUYTS C. (2007), « Cost Efficiency in the European Securities Settlement and Depository Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, mars, pp. 3058-3079.
- DE LIMA P. (2005), « L'intégration du système financier en Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 92, 1er trimestre.
- EUROCLEAR (2008), *Single Platform Settlement Blueprint*, première édition.
- GARROUSTE F. (2009), « Euroclear fait avancer l'Europe des titres », *Agefi hebdo*, 5 février.
- GARSUAULT P. et PRIAMI S. (1995), *La banque : fonctionnement et stratégie*, Economica.
- GIOVANNINI GROUP (2001), *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, novembre.
- GIOVANNINI GROUP (2003), *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, avril.
- HARTSING G. B. J. et MEIJER C. R. W. (2008), « Progress and Challenges of Integration in the European Securities Industry », *Journal of Securities Compliance*, vol. 1, n° 2, janvier, pp. 116-132.
- KALEMLI-OZKAN S. et al. (2008), « Financial Integration and Risk Sharing : the Role of the Monetary Union », préparé pour la 5^{ème} conférence de la Banque centrale européenne sur « L'euro à dix : leçons et challenges », octobre.
- KARYOTIS C. (1994), *Circulation internationale des valeurs mobilières*, La Revue Banque éditeur.
- KARYOTIS C. (2002), *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, Revue Banque édition, deuxième édition.
- KARYOTIS C. (2005), *20 ans de rétrospective dans les titres en France*, Revue Banque édition.
- KARYOTIS C. (2008a), « Histoire de la compensation : de la monnaie aux titres », *Revue d'économie financière*, n° 91, mars.
- KARYOTIS C. (2008b), « Nyse Euronext, un an après », *Analyse financière*, n° 28, septembre.
- KARYOTIS C. et al. (2009), *La crise financière en 40 concepts-clés*, Revue Banque édition.
- LANNOO K. et VALIANTE D. (2009), « Integrating Europe's Back Office : 10 Years of Turning in Circles », *ECMI Policy Brief*, n° 13, juin.
- LUCAS Y. (2009), « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bulletin de la Banque de France*, 1^{er} trimestre.
- MILNE A. (2007), « The Industrial Organization of Post-Trade Clearing and Settlement », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, mars, pp. 2945-2961.
- MOREAU-NÉRET O. (1939), *Les valeurs mobilières*, Sirey.
- PÉROUSE M. (1979), *La modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation du marché des valeurs mobilières*, rapport de la commission présidée par l'auteur, La Documentation française.
- ROSENKRANTZ K. et KINDLER T. (2007), « TARGET2 Securities : what Are the Challenges and Opportunities for CSDs and Custodians », *Journal of Securities Operations and Custody*, vol. 1, n° 1, octobre, pp. 41-50.
- SERIFSOY B. et WEISS M. (2007), « Settling for Efficiency - A Framework for European Securities Transaction Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, mars, pp. 3034-305.

