

# AVENIR ET ENJEUX POUR LES DÉPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES EUROPÉENS

JOËL MÉRÈRE \*

**S**'il est une question à laquelle il est aujourd'hui extrêmement difficile de répondre, en tout cas avec un degré de certitude que l'on pourrait qualifier de raisonnable, c'est la physionomie que l'industrie des dépositaires centraux<sup>1</sup> en Europe aura dans un futur plus ou moins proche, l'horizon temps étant, bien entendu, un facteur déterminant. Si l'on parle d'un horizon de trois à cinq ans, il est vraisemblable que le paysage sera globalement assez ressemblant à ce que nous connaissons aujourd'hui. Un horizon de cinq à dix ans laisse la porte ouverte à plus de changements envisageables. Au-delà de dix ans, beaucoup de choses sont possibles. Bien entendu, la prévision étant un exercice délicat, voire périlleux, il conviendra d'assortir cette mise en perspective temporelle des inévitables « plus ou moins « x » années ». Ceci n'est pas simplement une clause de style ou une précaution, mais doit, au contraire, être gardé à l'esprit lorsqu'on envisage le devenir d'une industrie pour laquelle l'unité de mesure du changement (technique, législatif ou réglementaire) est en général un multiple d'années. Cet article voudrait s'attacher à montrer qu'au-delà des questions de *timing*, des éléments sont aujourd'hui en place qui pourraient faire évoluer l'industrie (et donc le paysage) des dépositaires centraux de façon significative, alors que ce métier a connu une stabilité évidente, non exempte cependant de progrès techniques significatifs, depuis son émergence (Karyotis, 2010).

87

---

\* Président, European Central Securities Depositories Association (ECSDA).

## DÉFENSE ET ILLUSTRATION DU MÉTIER EXERCÉ PAR LES DÉPOSITAIRES CENTRAUX

Afin de lever toute ambiguïté, il est important de rappeler que même si le paysage des dépositaires centraux venait à évoluer de façon significative dans le futur, l'essence même du métier de dépositaire central subsistera, l'émergence de cette fonction ayant constitué un pas extrêmement significatif dans le processus long et complexe qui a conduit au renforcement de la sécurité du marché des titres.

En effet, que les titres soient matérialisés ou complètement dématérialisés, avoir un point central et unique où sont déposés les titres à l'émission<sup>2</sup> et qui garantit aux investisseurs que la quantité de titres en circulation correspond à tout instant, à l'unité près, à la quantité de titres qui a été émise est un élément de sécurité indispensable au bon fonctionnement des marchés de titres. S'il était besoin d'un élément pour confirmer ce point, l'observation que le nombre de CSD (*central securities depositories*) dans le monde augmente régulièrement confirme que la sécurité première d'un marché passe par l'établissement d'une telle structure. La question d'une éventuelle réduction du nombre de dépositaires centraux en Europe (pouvant à terme, en théorie, déboucher sur un seul et unique dépositaire central européen) est d'une autre nature : il s'agit d'une discussion sur les conditions éventuelles de l'émergence d'un marché financier européen unique et elle ne remet pas en cause les principes énoncés ci-dessus. Ainsi, on relèvera au passage que cette même fonction peut ne pas toujours être exercée par des CSD : il en va ainsi des *registrars* (banques commerciales) au Royaume-Uni, des dépositaires communs (*common depositories*, banques commerciales également) pour les émissions internationales gérées par les ICSD (*international central securities depositories*)<sup>3</sup>, ou encore, en France, des dépositaires (banques également) des émissions de titres de créances négociables.

Si l'on commence à envisager la question de la possible évolution du paysage de l'industrie des dépositaires centraux, il est important à ce stade d'observer, dans les très grandes lignes, le cadre dans lequel les CSD ont été créés et dans lequel ils ont, quasiment tous, évolué depuis lors. Si l'on met de côté les ICSD ainsi que les banques centrales ayant joué dans le passé le rôle de dépositaire central/agent de règlement-livraison pour les titres d'État<sup>4</sup>, les dépositaires centraux ont d'abord été créés pour assurer la conservation centrale des actions<sup>5</sup> sur une base purement domestique. Il est également intéressant de relever, car ce sera un élément important du débat pour la suite, que les architectures mises en place ont été, pour la plupart, des architectures « techniques » dites « en silo » : Bourse domestique → contrepartie centrale domestique (lorsqu'elle existait) → dépositaire central domestique.

Il convient également de noter que dans l'ensemble, les architectures mises en place au niveau domestique en Europe, et grandement améliorées au cours du temps, ont été, et sont toujours, reconnues comme particulièrement performantes, sûres et peu chères (et se comparent plus que favorablement, individuellement, avec le marché américain qui, bien que gros par la taille, n'en reste pas moins un marché domestique). S'il en était besoin, on relèvera pour terminer que les organisations de *post-trading* en Europe (dépositaires centraux et chambres de compensation) se sont montrées particulièrement résilientes dans les jours et les semaines qui ont suivi la faillite de la banque Lehman Brothers. Aucun des scénarios de *stress testing* (pourtant extrêmement poussés) régulièrement opérés par ces institutions n'avait intégré un tel cas de figure, qu'il a fallu jouer pour la première fois « en grandeur réelle ». La résilience de ces organisations et de leurs systèmes a ainsi démontré la pertinence de leurs modèles opérationnels, mais également, en particulier dans le cas des ICSD et des chambres de compensation, de leur modèle de risque. À l'heure où un cadre législatif européen est envisageable pour les chambres de compensation, voire, peut-être plus tard, pour les CSD, c'est un élément qu'il convient de ne pas oublier.

Pourquoi alors, « si tout va bien », se poser la question de l'évolution de ce métier et de ses acteurs et quels sont les éléments qui amènent à penser qu'un cadre se met en place pouvant amener ou favoriser des changements importants ? À cet égard, il importe de mettre en perspective un certain nombre d'événements qui se sont déroulés au cours de la période qui a démarré avec l'arrivée de l'euro. À notre avis, cette mise en perspective est indispensable pour bien comprendre, d'une part, les évolutions en cours et, d'autre part, comment certaines initiatives récentes, comme TARGET2 Securities (T2S), s'inscrivent dans le paysage actuel.

89

*DEUX ÉVÉNEMENTS MAJEURS  
POUR L'ÉVOLUTION DE L'INDUSTRIE :  
L'ARRIVÉE DE L'EURO ET LES RAPPORTS GIOVANNINI*

On ne s'étendra pas ici sur la portée exceptionnelle que l'arrivée de l'euro a constituée, mais on rappellera simplement deux évidences qui ont joué un rôle majeur dans l'évolution du débat :

- d'une part, le fait que la mise en œuvre d'une politique monétaire unique allait nécessiter celle d'outils destinés à la rendre possible : à savoir des mécanismes de circulation transfrontière des titres, destinés à permettre l'utilisation, dans n'importe quel pays de la zone euro, de n'importe quel titre éligible (aux opérations de la banque

centrale) dans l'un des autres pays de ladite zone. On notera au passage que c'est de ce besoin qu'est née l'European Central Securities Depositories Association (ECSDA)<sup>6</sup>, association européenne des dépositaires centraux, créée en 1997 sous l'égide de ce qui était encore l'Institut monétaire européen (IME), précurseur de la Banque centrale européenne (BCE). Cette initiative a débouché plus concrètement en 2002 sur la publication d'un premier rapport sur le règlement-livraison transfrontière (ECSDA, 2002), complété et adapté en 2006 par un deuxième rapport (ECSDA, 2006) qui intégrait les changements intervenus dans la partie espèces (en monnaie centrale) du règlement-livraison grâce à la mise en œuvre de TARGET2 ;

- d'autre part, le fait que l'arrivée d'une monnaie unique couvrant, en volume, une part majeure des marchés financiers européens, allait créer une appétence nouvelle pour les investissements transfrontières (puisque l'un des obstacles importants, le risque de change, allait disparaître), ce qui a été aussi un élément important dans l'impulsion donnée par la Commission européenne (cf. *infra* les rapports Giovannini).

Pour autant, ce n'était pas la première fois que la question de l'activité *cross-border* se posait, mais c'était la première fois que la question des liens entre dépositaires centraux devenait essentielle, puisqu'il fallait que cette circulation transfrontière des titres s'opère dans un environnement de monnaie centrale. En effet, un rapport sur la question des opérations transfrontières avait été publié en 1995 sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI, 1995), faisant suite à un premier rapport sur le règlement-livraison (BRI, 1992). Or, de façon très intéressante, ce premier rapport relevait qu'en dépit d'un très fort accroissement au début des années 1990 des volumes de transactions que l'on pouvait considérer comme transfrontières, le rôle des CSD dans ces opérations était quasiment inexistant, l'essentiel se déroulant soit au travers des ICSD (et des liens que ces organismes avaient pu établir avec les CSD), soit au travers des *global* ou *regional custodians*, ou encore des agents locaux.

L'initiative de l'IME visant à mettre en quelque sorte les CSD directement à contribution constituait donc une étape importante pour cette industrie, positionnement que les deux rapports Giovannini de 2001 et de 2003 allaient confirmer (Giovannini Group, 2001 et 2003). En effet, pour l'essentiel, les barrières identifiées par le groupe, présidé par le professeur Alberto Giovannini, relevaient d'éléments très fortement liés à l'activité des dépositaires centraux. D'ailleurs, la résolution de trois de ces barrières (barrière 3 sur les opérations sur titres, barrière 4 sur la finalité intrajournalière et barrière 7 sur les heures d'ouverture des systèmes) était confiée à l'ECSDA, seule ou en

collaboration avec d'autres organisations. Ce n'est qu'un peu plus tard, à l'occasion du Code de conduite, qu'émergera la question du positionnement clé des chambres de compensation.

On ne reviendra pas ici sur le détail des barrières Giovannini (les deux rapports sont particulièrement clairs), mais on regardera de plus près les progrès significatifs que ces rapports ont d'ores et déjà permis de réaliser. On notera le rôle déterminant joué par un *monitoring group* mis en place par la Commission européenne (le groupe CESAME, présidé par la Commission européenne et composé de représentants d'infrastructures, d'intermédiaires et d'émetteurs, soit individuellement, soit *via* leurs associations professionnelles respectives) dans le suivi des éliminations des barrières Giovannini. Ce groupe a publié en novembre 2008 un rapport d'étape faisant un point sur l'avancement des travaux sur chacune des barrières Giovannini (CESAME Group, 2008) et son mandat, arrivé à échéance à la fin de l'année 2008, a été renouvelé.

Globalement l'élimination des barrières identifiées par le groupe Giovannini relevait, soit d'initiatives du secteur privé (9 barrières : pratiques de marché différentes selon les pays), soit d'initiatives des acteurs publics (6 barrières relevant de différences réglementaires ou légales ou de différences d'ordre fiscal)<sup>7</sup>. S'agissant des barrières relevant des acteurs du secteur privé (CSD, mais aussi autres infrastructures, intermédiaires et émetteurs), des progrès substantiels ont été accomplis dans deux domaines particulièrement importants. Les travaux sur la barrière 1 (interfaces de communication) ont débouché sur l'élaboration d'un protocole final qui représentait l'accord de l'ensemble des acteurs de l'industrie des titres sur un ensemble de 18 standards proposés par SWIFT en octobre 2005 (Douglas, 2006). L'objectif était alors de voir l'ensemble de ces standards appliqués par l'industrie des titres au plus tard en 2011. À ce stade, et bien que l'ensemble de ces standards n'aient pas encore été mis en œuvre, les progrès sont considérés comme satisfaisants.

Une autre étape importante a été l'adoption, par l'ensemble des acteurs du marché des titres, d'un ensemble de standards portant sur les opérations sur titres (élimination de la barrière 3) - paiements en espèces, paiements en titres, opérations avec options, conversions... - et couvrant l'ensemble de la chaîne des opérations sur titres, de l'émetteur jusqu'aux investisseurs (EuropeanIssuers et divers, 2009). Après publication de ces standards en mai 2009, une phase de *gap analysis* s'est ouverte, destinée à évaluer l'importance de l'écart existant entre ces standards et les pratiques actuelles des différents marchés. Un premier état des lieux montre que s'agissant des principaux marchés européens, une proportion non négligeable de ces standards est d'ores

et déjà mise en œuvre, ou en cours de l'être. Cependant, là où ces standards ne sont pas encore mis en œuvre et avec, là encore, des situations variables d'un pays à l'autre, des dépendances importantes existent, avec des éléments tels que des changements législatifs, la mise en œuvre de T2S, voire la nécessité de procéder à des adaptations techniques : dans tous les cas, des coûts sont donc à prévoir. Un suivi de la mise en œuvre de ces standards va donc s'avérer nécessaire et va se mettre en place.

Ce qu'il est important de relever ici est l'effort significatif actuellement consenti pour mettre en œuvre des standards sans lesquels tous les autres efforts engagés pour faire progresser le marché européen intégré pourraient être vains : l'harmonisation est considérée comme la clé de voûte de toutes les autres initiatives. De l'avis général, les progrès enregistrés, tant au niveau des interfaces de communication que des opérations sur titres (ce dernier domaine ayant, dès le départ, été considéré comme le plus complexe), peuvent être considérés comme remarquables même si, comme il est dit plus haut, la mise en œuvre des standards est encore loin d'être achevée. En outre, alors que, jusque récemment, les progrès réalisés par l'élimination des barrières dites « du secteur privé » étaient considérés comme plus encourageants que ceux engrangés du côté des barrières du secteur public, des pas importants viennent d'être franchis du côté de ces dernières et ouvrent la voie à des changements potentiellement structurants, mais qui vont sans aucun doute faire l'objet de débats animés dans les mois qui viennent. S'agissant des barrières légales, le Legal Certainty Group (2008) a en effet remis ses recommandations en août 2008, qui portent sur l'établissement d'un cadre harmonisé pour la gestion des titres en compte (*book entry securities*), sur certaines barrières juridiques liées aux opérations sur titres (en relation donc avec la barrière 3), ainsi que sur la levée des barrières qui empêchent un émetteur de choisir le dépositaire central de son choix pour une nouvelle émission (ce qui viserait donc à créer une compétition entre *issuer* CSD) et le traitement de la question du conflit de loi<sup>8</sup>. Sur ces bases, une consultation a été lancée par la Commission européenne entre avril et juin 2009 pour recueillir l'avis des experts avant la finalisation d'un texte de directive. Un projet de texte sur l'harmonisation du droit des titres est attendu pour juin 2010.

La piste ouverte en particulier par la possibilité pour un émetteur de choisir son CSD d'émission ne va pas manquer de soulever de nombreuses discussions. En théorie, on pourrait en effet la considérer comme l'étape ultime de la compétition entre CSD (T2S pouvant être vu comme ouvrant la voie à une compétition entre *investor* CSD). Cependant, des questions, telles que l'éventualité d'émissions dans

différents CSD, des connexions nécessaires entre Bourses et CSD (où l'on rejoint la problématique du Code de conduite), ou des coûts engendrés par une telle approche, vont être soulevées. Il faudra cependant garder à l'esprit qu'une telle mesure, débarrassée de ses « excès théoriques » (par exemple, la possibilité d'avoir une même émission partagée entre plusieurs CSD, ce qui, de toute évidence, n'est pas optimal) et en la regardant sous un œil différent de la problématique de la compétition entre *issuer* CSD, pourrait ouvrir la voie à des stratégies très structurantes telles que des fusions juridiques entre CSD (amenant ainsi la disparition de CSD en tant qu'entités légales dans certains pays).

### LE CODE DE CONDUITE

En parallèle des travaux engagés dans le cadre des barrières Giovannini, un autre débat s'est rapidement fait jour au sujet d'une éventuelle réglementation des activités de postmarché. Ce débat a démarré en 2002 et s'est en fait poursuivi jusqu'à l'adoption du Code de conduite. Cet article n'a pas pour objet de décrire cette période « mouvementée » au cours de laquelle s'est débattue la question de savoir si une directive réglementant le *post-trading* devait voir le jour. En fait, ainsi qu'il est dit plus haut, c'était encore la période où l'activité des CSD était au centre des préoccupations des acteurs du débat : la Commission européenne, le Parlement européen, les intermédiaires financiers et, bien entendu, les dépositaires centraux eux-mêmes. La très récente communication de la Commission européenne (2009) sur les actions à mettre en œuvre pour renforcer la sécurité sur le marché des dérivés de gré à gré indique clairement que le balancier s'est maintenant clairement déplacé vers les chambres de compensation : une directive pourrait voir le jour en 2010 pour réglementer les activités de ces organismes.

On rappellera simplement que ce débat a été ponctué d'initiatives de la part de la Commission européenne elle-même<sup>9</sup> ainsi que du Parlement européen<sup>10</sup>. On peut considérer que faute de convergences de vue sur les propositions avancées tant au niveau « politique » que par les acteurs de marché engagés dans cette discussion, ce débat a été clos - au moins provisoirement - avec la proposition faite en juillet 2006<sup>11</sup> par le commissaire McCreevy aux Bourses, aux chambres de compensation et aux dépositaires centraux<sup>12</sup> de réfléchir à une initiative (*industry initiative*) qui aurait pour objectif de développer la compétition entre les organismes de postmarché. De cette proposition est né le Code de conduite, signé par l'ensemble des membres de la Federation of European Securities Exchanges (FESE), l'European Association

of Clearing Houses (EACH) et l'ECSDA le 7 novembre 2006 et complété en juin 2007 par un *Access and Interoperability Guideline*<sup>13</sup>. Ce Code de (bonne) conduite repose sur trois piliers (quatre si l'on considère que le processus de suivi, dont les détails ont également fait l'objet d'un accord avec la Commission européenne, est un élément indissociable de l'ensemble) :

- transparence des prix : l'ensemble des signataires s'engageait à rendre public la grille tarifaire appliquée (en particulier *via* leur site web). S'agissant des CSD, cette transparence des prix est allée plus loin en cela que pour rendre les prix comparables (objectif de la transparence), les CSD ont élaboré une table de conversion visant à rendre comparable d'abord les services qu'ils rendent avant de passer à l'étape de la comparaison des prix. Certains d'entre eux proposent même aujourd'hui des simulateurs permettant d'effectuer des calculs prévisionnels de prix ;

- accès et interopérabilité : c'est en quelque sorte le « cœur » du Code de conduite. Il s'agissait de créer un cadre (en l'occurrence, un engagement pris par chaque signataire de répondre favorablement aux demandes qui lui seraient adressées) permettant à une Bourse d'accéder à un CCP (*central counterparty*) ou à un CSD de son choix (et *vice versa*), à un CCP d'accéder à un CSD de son choix (et *vice versa*), à des CCP de s'interconnecter... C'est de la mise en application de ces principes qu'était attendu le développement de la compétition souhaité par la Commission européenne. Il est intéressant de relever que ce chapitre du Code de conduite peut être considéré comme un complément à la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), puisque cette directive (articles 34 et 35) garantit aux entreprises d'investissement un accès aux systèmes de CCP et de règlement-livraison de leur choix et exige des marchés réglementés qu'ils offrent à tous leurs membres le droit de désigner le système de règlement-livraison de leur choix, ceci étant étendu aux systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ;

- « dégroupage »<sup>14</sup> des services et séparation comptable : ce troisième pilier du Code de conduite vise à assurer, d'une part, un libre choix des utilisateurs d'infrastructures sur les services proposés (et le paiement uniquement pour les services fournis) et, d'autre part, une absence de subventions croisées aboutissant à fausser la compétition. Le suivi de la mise en œuvre de ces dispositions devait être assuré par la production, de la part de chaque signataire, d'un rapport d'auto-évaluation (*self-assessment report*) de cette mise en œuvre, ce rapport faisant lui-même l'objet d'une évaluation d'un auditeur externe, l'ensemble (auto-évaluation et rapport de l'auditeur) étant destiné au régulateur local.



Quel bilan peut-on porter sur le Code de conduite trois ans après sa signature ? Même si certaines voix peuvent s'élever pour regretter que les résultats en matière d'accès et d'interopérabilité sont en deçà des attentes, il convient de reconnaître que le Code de conduite a quand même permis des avancées certaines. Le constat est unanime sur la transparence des prix : indiscutablement, le Code de conduite a conduit à une amélioration significative de cette transparence et les outils de comparaison développés par l'ECSDA ont été bien reçus par les utilisateurs. S'agissant du pilier sur la séparation comptable et le « dégroupage », là encore, les signataires ont rempli les engagements pris lors de la signature en communiquant à leurs régulateurs l'ensemble des informations et des documents requis par le Code de conduite (même si des utilisateurs ont pu considérer que le processus aurait gagné à être plus transparent, *via* une communication plus large de ces informations).

Cependant, le point principal en discussion porte sur la mise en œuvre du pilier central : accès et interopérabilité. On n'évoquera pas ici la question soulevée par certains acteurs au sujet de la pertinence de l'approche initiale : était-il souhaitable d'aller vers plus de compétition ? On relèvera simplement que la pression compétitive au niveau des chambres de compensation (et trouvant également son origine dans la pression compétitive opérée sur les plates-formes de *trading* par la mise en œuvre de la directive MIF) a entraîné une baisse significative des coûts mise en avant dans un rapport récemment publié par la société Oxera et commandité par la Commission européenne (Oxera, 2009). La critique porte plus généralement ici sur le nombre relativement faible de « liens » mis en œuvre en application des engagements pris par les signataires du Code de conduite<sup>15</sup>. Il convient cependant de regarder d'un plus près la situation aujourd'hui et l'on s'aperçoit alors que le Code de conduite a eu des effets bénéfiques, indirects, qui ne peuvent qu'aider à la construction d'un marché intégré :

- il a permis d'identifier des « barrières » supplémentaires, non répertoriées lors des travaux du groupe Giovannini. Ces barrières, qui relèvent aussi bien des pratiques de marché que des cadres légaux ou réglementaires, ont surtout été mises au jour à l'occasion des demandes opérées dans le cadre des dispositions sur l'accès et l'interopérabilité. Il est également intéressant de souligner que ces obstacles ont été relevés plus du côté des chambres de compensation que du côté des CSD (de nombreux liens pré-existaient avant même la signature du Code de conduite) ;

- grâce aux discussions générées par le suivi de sa mise en œuvre, il a grandement contribué, aussi bien du côté des infrastructures et des acteurs du marché que du côté de la Commission européenne,

à une bien meilleure connaissance des mécanismes qui régissent le *post-trading*. En cela, il a constitué une avancée importante ;  
 - enfin, même si cet élément peut être débattu, il est de fait que l'énergie, qui aurait été dépensée en 2005-2006 à préparer une directive sur des thèmes qui ne sont plus considérés comme prioritaires aujourd'hui (comme par exemple la question des « silos »), aurait été inévitablement indisponible pour les discussions qui, depuis, ont permis de faire avancer la réflexion.

### *TARGET2 Securities*

Bien évidemment, l'accord est aujourd'hui unanime sur le fait que l'initiative susceptible d'avoir l'impact le plus important sur l'évolution de l'industrie des dépositaires centraux est le projet T2S (BCE, 2006). Plutôt que de décrire le système (Karyotis, 2010), nous relèverons davantage les possibles implications stratégiques sur l'industrie des dépositaires centraux.

Tout d'abord, T2S s'inscrit parfaitement dans le cadre déjà créé par les autres initiatives citées et ses liens avec les travaux du groupe Giovannini et le Code de conduite sont multiples. On se penchera ici sur des éléments propres à T2S. Pour simplifier, on dira que T2S va amener les CSD à « outsourcer » à une plate-forme technique tierce le traitement de leurs opérations de règlement-livraison. Un objectif important est évidemment qu'en mutualisant et en harmonisant ainsi un *processing* commun à l'ensemble des dépositaires centraux, on parviendra à une réduction significative des coûts de ce *processing*. Les travaux techniques actuellement conduits par l'Eurosystème et les CSD dans le cadre du développement de ce projet devront permettre de confirmer cet objectif. D'un point de vue stratégique, il convient cependant d'aller plus en avant dans l'analyse.

Ainsi, le règlement-livraison au niveau domestique (c'est-à-dire de chaque pays pris individuellement) est considéré comme satisfaisant sur le plan coût/efficacité. En revanche, la faiblesse dans l'espace européen se situe aujourd'hui au niveau dit transfrontière : pour le dire simplement, une opération transfrontière est, en règle générale, plus coûteuse qu'une opération domestique. C'est donc sur ce point particulier que T2S a l'ambition d'apporter un avantage, d'une part, en offrant en théorie aux intermédiaires un point d'accès unique à l'ensemble des titres pour lesquels il offre le règlement-livraison, d'autre part, conséquence du point d'accès unique, en favorisant la compétition entre *investor CSD*<sup>16</sup>. C'est ce qu'il convient d'analyser.

L'exposé du problème est simple. Une banque française souhaitant aujourd'hui (pour compte propre ou pour le compte d'un client) accéder à la détention de titres italiens pourra le faire, soit en ayant

un lien direct avec Monte Titoli (*remote access*), soit en passant par un correspondant (banque locale italienne, *regional* ou *global custodian* ou encore ICSD : à charge pour ledit correspondant d'avoir un compte en Monte Titoli). Un autre schéma est toutefois possible : cette banque française, si elle est cliente d'Euroclear France, peut conserver ses titres italiens directement en Euroclear France, ce qui est possible si Euroclear France, *via* un lien avec Monte Titoli, peut également offrir les services d'opération sur titres sur ces titres italiens. À partir de cet exemple, on peut alors décrire ce que serait un environnement T2S dans lequel les intermédiaires pourraient, d'une part, avoir un point d'accès unique au règlement-livraison de l'ensemble des titres T2S, d'autre part, mettre en compétition les CSD pour cet accès à T2S.

Cet environnement est celui dans lequel :

- Euroclear France offrirait à l'ensemble de ses clients la possibilité de détenir dans ses livres l'ensemble des titres éligibles à T2S ;
- tout autre CSD connecté à T2S offrirait à ses clients ce même accès « généralisé », permettant ainsi le développement d'une compétition entre CSD pour offrir un point d'accès unique à T2S.

De l'exemple donné ci-dessus de l'accès d'une banque française à des titres italiens, on déduira que pour qu'Euroclear France puisse offrir ainsi un point d'accès unique à l'ensemble des titres opérés en T2S, il faudra qu'il soit en mesure de proposer également l'ensemble des opérations sur titres liées à la totalité de ces titres.

À défaut, les banques françaises n'auront d'autre choix que de continuer à accéder aux titres T2S « non français » par le biais d'un intermédiaire ou en étant connectées directement aux *issuer* CSD, et il n'y aura donc pas de compétition possible entre *investor* CSD.

On voit donc se dessiner les challenges tant pour T2S (capacité à offrir un coût de règlement-livraison inférieur à ce qu'il est aujourd'hui) que pour les CSD (capacité à offrir un point d'accès unique à T2S). Sur ce dernier point, il ne s'agit ni plus ni moins pour les CSD, qui en auront à la fois la volonté et les moyens (tant d'un point de vue financier que d'un point de vue « technologique » au sens large), que de se rapprocher très fortement de la fonction de *custodian*. Outre que ceci ne serait pas neutre, en particulier en termes de profil de risque pour les CSD, on peut s'interroger sur la capacité et la volonté de la plupart d'entre eux à « monter » sur la chaîne de valeurs, ainsi que sur l'appétit des intermédiaires à voir émerger de nouveaux compétiteurs.

### *COMMENT L'INDUSTRIE DES DÉPOSITAIRES CENTRAUX PEUT-ELLE ÉVOLUER ?*

À ce stade, la combinaison de l'harmonisation<sup>17</sup> du Code de conduite, puisqu'il ouvre des horizons en matière de compétition, et de T2S<sup>18</sup>

crée, ainsi qu'il était dit au début, une perspective complètement nouvelle pour l'industrie des dépositaires centraux. Ce n'est ni plus ni moins que la possibilité d'une recombinaison marquée de ce paysage qui est en jeu.

Quelques scénarios d'évolution se dessinent déjà au gré d'initiatives d'acteurs de l'industrie :

- consolidation capitalistique et mise en commun d'une plate-forme de règlement-livraison : stratégie suivie par le groupe Euroclear qui couvre aujourd'hui sept pays, avec les CSD de trois d'entre eux (Belgique, France et Hollande) partageant le même système informatique (*Euroclear settlement of Euronext-zone securities* - ESES) ;
- développement d'outils communs visant à favoriser l'interopérabilité : projet Link Up Market initialement lancé sous l'égide de sept CSD ;
- développement d'une interopérabilité directe entre les CSD des pays Baltiques sous l'égide de Nasdaq OMX.

Bien entendu, il est relativement aisé de voir se poursuivre des évolutions autour de ces axes. Cependant, aujourd'hui, la question centrale tourne autour d'un possible effet d'accélérateur de changement que pourrait constituer T2S du fait de ses impacts possibles. Il suffit en effet de lister quelques questions soulevées par ce projet pour comprendre les effets potentiellement structurants qu'il pourrait avoir dans un cadre déjà lui-même en cours de structuration<sup>19</sup> : le coût de connexion à T2S pourra-t-il être supporté par tous les CSD (et leurs clients) ? quel sera l'impact de T2S sur les revenus des CSD ? combien de CSD pourront monter sur la chaîne de valeurs et deviendront-ils des *quasi-custodians* ? est-ce que la compétition entre *investor* CSD va réellement se développer ? T2S favorisera-t-il le regroupement des CSD (pour la partie *custody* puisque le *settlement* sera mutualisé) ?...

Enfin, on ne peut passer sous silence (et ce qui ne manquera pas de compliquer encore un peu plus le débat) l'intention très récemment formulée par la Commission européenne de réfléchir à l'inclusion de dispositions relatives aux dépositaires centraux dans la directive annoncée sur les dérivés de gré à gré et les chambres de compensation. Ceci aurait pour objectif de couvrir en une seule directive l'ensemble des fonctions dites de « postmarché ». Des discussions viennent de démarrer avec les États membres et une consultation publique pourrait être lancée dans le courant du deuxième trimestre 2010. Nonobstant l'ampleur de la tâche et alors que les contours des dispositions qui pourraient couvrir les activités de dépositaire central et de règlement-livraison ne sont pas encore connus, il n'est pas illégitime de penser qu'un nouveau cadre législatif pourrait également ne pas être neutre sur le devenir de l'industrie.

Ce sont toutes ces questions que les comités stratégiques, les conseils d'administration et les clients des CSD sont en train de se poser aujourd'hui car, à l'aune de l'unité de temps de cette industrie, le démarrage de T2S, ou la mise en œuvre possible d'une nouvelle législation, c'est pour demain.

## NOTES

1. On utilisera indifféremment dans cet article soit l'expression « dépositaire central », soit l'acronyme CSD (*central securities depositories*) qui est devenu un « quasi-nom commun » pour les familiers de ce sujet.
2. Voir : Karyotis (2010) pour la distinction, essentielle, entre *issuer* CSD et *investor* CSD.
3. ICSD : Clearstream Banking Luxembourg, Euroclear Bank, SIS-XClear pour la partie internationale de son activité.
4. Ce fut, par exemple, le cas en France pour les bons du Trésor dématérialisés avec le système Saturne créé et géré par la Banque de France jusqu'en 1998, et c'est encore le cas aujourd'hui en Belgique et en Grèce.
5. Cf. note 2 pour des précisions sur *issuer* CSD.
6. L'ECSDA a fusionné en 2006 avec la Central and Eastern European Central Securities Depositories Association (CEECSDA) pour former une « nouvelle » et maintenant vraiment « européenne » association forte aujourd'hui de 40 membres, y compris les ICSD.
7. On parle bien entendu ici de la mise en œuvre des procédures fiscales (par exemple les façons différentes dont la retenue à la source peut être mise en œuvre d'un pays à l'autre) et non pas des questions relatives aux taux d'imposition : néanmoins, le point commun entre ces deux dimensions est que tout changement au niveau européen requiert l'unanimité des États membres.
8. En « remplacement » de la Convention de La Haye qui n'a jamais été ratifiée au niveau européen, faute d'accord de tous les États membres.
9. Consultation de la Commission européenne, mai 2002 ; Communication de la Commission européenne, avril 2004.
10. Rapport Andria sur la politique du logement et la politique régionale, adopté par le Parlement européen en mai 2007 ; rapport Kauppi sur les obligations de publication et de traduction de certaines formes de sociétés, adopté en novembre 2008.
11. Simultanément à l'annonce faite par la BCE de lancer le projet T2S.
12. En fait, aux membres de FESE (Federation of European Securities Exchanges), EACH (European Association of Clearing Houses) et ECSDA.
13. Ces documents sont accessibles sur les sites des associations concernées (et donc sur le site : [www.ecsda.com](http://www.ecsda.com)).
14. Libre traduction de *unbundling*.
15. Parmi les Bourses « traditionnelles », on relève ainsi uniquement le cas de la connexion du LSE avec la chambre de compensation SIX x-Clear et, réciproquement si l'on peut dire, l'établissement d'un flux du SIX Swiss Exchange vers LCH.Clearnet.
16. Il s'agirait ici de la compétition entre *investor* CSD et non pas entre *issuer* CSD.
17. Par l'élimination des barrières Giovannini, plus potentiellement de quelques autres découvertes au détour du Code de conduite, voire des discussions autour de T2S.

18. De par le mélange proposé entre la mutualisation d'une fonction de base et le possible élargissement du champ de la compétition entre dépositaires centraux.

19. En plus des initiatives développées dans cet article, on pourra citer les directives « Settlement Finality » (mai 1998) et « Financial Collateral Arrangements » (juin 2002) amendées en mai 2009, ou encore les recommandations ESCB-CESR finalisées en juin 2009.

## BIBLIOGRAPHIE

BCE (2006), *The Eurosystem Is Evaluating Opportunities to Provide Settlement Services for Securities Transactions*, communiqué de presse, 7 juillet.

BRI (1992), *Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems*, rapport préparé par le Comité des systèmes de paiement et des règlements des banques centrales du groupe des dix pays, septembre.

BRI (1995), *Cross-Border Securities Settlement*, rapport préparé par le Comité des systèmes de paiement et des règlements des banques centrales du groupe des dix pays, mars.

CESAME GROUP (2008), *Solving the Industry Giovannini Barriers to Post-Trading within the EU*, rapport, 28 novembre.

COMMISSION EUROPÉENNE (2009), *Services financiers : la Commission présente les actions qu'elle veut mener pour renforcer la sécurité des marchés de produits dérivés*, communication, n° IP/09/1546, 20 octobre. Disponible sur le site : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm).

DOUGLAS A. (2006), *Elimination of Giovannini Barrier One Final Protocol Recommendation*, SWIFT, avril.

ECSDA (2002), *ECSDA Cross-Border Settlement*, rapport, février.

ECSDA (2006), *Cross-Border Clearing and Settlement through CSD Links*, rapport, octobre.

EUROPEAN ISSUERS et divers (ECSDA, EACH, FESE, EBF, EACB, ESBG, ESSF) (2009), *Market Standards for Corporate Actions Processing*, mai.

GIOVANNINI GROUP (2001), *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, rapport, novembre.

GIOVANNINI GROUP (2003), *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, avril.

KARYOTIS C. (2010), « Rétrospective et perspective : six décennies de comptes courants de titres », *Revue d'économie financière*, n° 97.

LEGAL CERTAINTY GROUP (2008), *Second Advice of the Legal Certainty Group - Solutions to Legal Barriers Related to Post-Trading within the EU*, Commission européenne, août.

OXERA (2009), *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-Trading Services*, rapport préparé pour la Commission européenne (DG Internal Market and Services), juillet.