

**Avis du Comité économique et social européen sur la «Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) et modifiant la directive 98/26/CE»**

COM(2012) 73 final – 2012/0029 (COD)

(2012/C 299/14)

Rapporteur: **M. MORGAN**

Le 15 mars 2012, le Parlement européen, et le 3 avril 2012, le Conseil de l'Union européenne ont décidé, conformément à l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, de consulter le Comité économique et social européen sur la

*"Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) et modifiant la directive 98/26/CE"*

COM(2012) 73 final — 2012/0029 (COD).

La section spécialisée "Marché unique, production et consommation", chargée de préparer les travaux du Comité en la matière, a adopté son avis le 12 juin 2012.

Lors de sa 482<sup>e</sup> session plénière des 11 et 12 juillet 2012 (séance du 11 juillet 2012), le Comité économique et social européen a adopté le présent avis par 110 voix pour, 2 voix contre et 4 abstentions.

## 1. Conclusions et recommandations

1.1 Le CESE se félicite de cette initiative réglementaire. Une fois le règlement sur les DCT mis en place, la Commission aura achevé les trois piliers du nouveau cadre de la réglementation européenne sur les infrastructures financières: DCT, EMIR et MiFID/MiFIR.

1.2 La création de l'euro a servi de catalyseur pour les investissements transnationaux dans des titres, et le fonctionnement harmonieux des investissements transnationaux repose sur l'existence de normes communes à l'échelle européenne. Un niveau élevé de discipline en matière de règlement réduit le risque de contrepartie, ou plus spécifiquement le risque de liquidité et le risque de remplacement. Plus encore, il favorise la protection des investisseurs, en contribuant à garantir que les transactions entre acheteurs et vendeurs de titres sont réglées en toute sécurité et en temps opportun. À cet égard, le règlement constitue une avancée importante sur la voie de l'achèvement du marché unique.

1.3 Une modification importante qui a été proposée concernant le champ des activités des DCT consiste à leur interdire de détenir une licence pour l'exercice d'une partie des activités bancaires. Cela aura une incidence sur les deux grands DCT internationaux qui utilisent leurs capacités bancaires pour soutenir le processus de règlement et de conservation de titres à une très grande échelle. Le CESE reconnaît que les avis influents à l'échelle mondiale – G20, Commission européenne, Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), etc. – sont largement en faveur d'une séparation des établissements de crédit. Le CESE soutient la Commission et estime que la meilleure solution est d'avoir une banque séparée.

1.4 La proposition d'uniformiser l'exigence du règlement au plus tard le deuxième jour ouvrable après celui où a lieu la transaction (T+2) est très importante. Si un tel projet peut être réalisé à l'échelle de l'UE, il faudra répondre à un certain nombre de problèmes concernant les transactions à l'échelle mondiale.

1.5 Les propositions exigent la dématérialisation des titres négociables. Une période de transition est fixée, qui s'achève le 1<sup>er</sup> janvier 2020. Même dans ce cas, les progrès qui ont été accomplis par les États membres sont inégaux, et un compromis politique pourrait être nécessaire.

## 2. Introduction

2.1 Les dépositaires centraux de titres (DCT) (*central securities depositories* – CSD) sont des établissements qui revêtent une importance systémique pour les marchés financiers. Toute opération sur titres, boursière ou non, est suivie d'un traitement post-marché qui débouche sur son règlement, à savoir la livraison des titres en échange d'espèces. Les DCT jouent un rôle clé dans ce règlement en exploitant des systèmes dits de règlement des opérations sur titres. Ils assurent aussi l'enregistrement initial et la tenue centralisée de comptes de titres, qui permettent d'enregistrer le nombre de titres émis et l'identité de chaque émetteur, ainsi que chaque changement de détenteur de ces titres.

2.2 Ces dépositaires jouent également un rôle crucial pour le marché des garanties financières, notamment pour les opérations de politique monétaire. C'est ainsi que presque toutes les sûretés admissibles aux fins des opérations de politique monétaire des banques centrales dans l'UE, en particulier dans la zone euro, passent par les systèmes de règlement des opérations sur titres exploités par ces dépositaires.

2.3 Dans l'UE, ces systèmes de règlement ont permis de régler quelque 920 000 000 000 000 EUR de transactions en 2010, et détenaient, à la fin de la même année, près de 39 000 000 000 000 EUR de titres. Il existe plus de 30 DCT dans l'UE, soit à peu près un par pays, et deux dépositaires centraux internationaux (ICSD), Clearstream Banking Luxembourg et Euroclear Bank, spécialisés dans l'émission d'obligations internationales dites "euro-obligations".

2.4 D'un usage généralement sûr et efficace à l'intérieur des frontières nationales, le règlement est plus complexe dès lors qu'il est transfrontière et soutient des investissements transnationaux. Il est alors exposé à des coûts plus importants que les règlements domestiques. Par exemple, les défauts de règlement (suspens) sont plus fréquents lors d'opérations transnationales que d'opérations purement domestiques, et les frais de règlement peuvent être jusqu'à quatre fois plus élevés. En général, les coûts afférents aux DCT, même s'ils sont importants pour les émetteurs, sont minimes en proportion des coûts totaux encourus par l'utilisation de tous les éléments de l'infrastructure.

2.5 Ces problèmes de sécurité tiennent à plusieurs facteurs, notamment:

- la durée du cycle de règlement: le délai admis entre l'opération et son règlement n'est pas harmonisé dans l'UE, ce qui pose des problèmes lors de règlements transnationaux;
- un pourcentage faible, mais non négligeable, de titres sont encore sur papier; leur règlement prend beaucoup plus de temps, ce qui augmente les risques encourus par les investisseurs;
- les défauts de règlement, à savoir l'absence de règlement à la date voulue, ne font pas l'objet de sanctions dissuasives sur tous les marchés, et les mesures disciplinaires, lorsqu'elles existent, sont très variables d'un marché à l'autre;
- la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement de titres (directive "règlement") réduit les perturbations que ces systèmes peuvent subir en cas de procédure d'insolvabilité contre l'un de leurs participants, mais elle ne supprime pas les autres risques auxquels ils sont exposés, ni le problème de la solidité des DCT qui les exploitent; certains DCT encourent des risques de crédit et de liquidité supplémentaires liés à la prestation de services bancaires accessoires aux opérations de règlement;
- la conclusion d'accords instaurant des liaisons entre DCT, si elle est considérée comme un premier pas vers la consolidation des marchés de règlement européens, n'est pas sans poser des problèmes de sécurité, en l'absence de règles prudentielles spécifiques pour ces accords; le fait qu'ils renforcent l'interconnexion entre DCT est un argument supplémentaire pour la définition d'un cadre prudentiel commun.

2.6 L'absence de marché intérieur unique performant pour le règlement des opérations sur titres pose aussi d'importants problèmes. Le marché européen du traitement post-négociation se heurte encore à d'importants obstacles tels que les limites à l'accès des émetteurs de titres aux DCT, le caractère hétérogène des règles et des régimes d'agrément nationaux auxquels sont soumis ces dépositaires dans l'UE et le manque de concurrence entre dépositaires centraux nationaux. Le résultat est un marché très fragmenté. De ce fait, le règlement transnational de telles opérations repose sur des circuits de transmission inutilement complexes, comportant souvent plusieurs DCT et autres intermédiaires, ce qui a des répercussions négatives en termes d'efficacité, mais aussi de risques liés aux opérations transfrontalières.

2.7 Ces problèmes sont d'autant plus importants que les opérations transfrontières (qu'il s'agisse d'achats ou de ventes classiques de titres ou du transfert de sûretés) ne cessent de se développer en Europe et que les DCT sont de plus en plus interconnectés. Ces tendances devraient même s'accroître avec l'entrée en service, prévue pour 2015, du système Target2 Securities (T2S), un projet lancé par l'Eurosystème pour installer en Europe une plate-forme commune de règlement des titres qui transcendera les frontières.

### 3. Contenu essentiel du règlement proposé

3.1 Le règlement proposé comporte deux volets principaux, qui correspondent aux mesures applicables aux opérateurs du marché dans le cadre du règlement d'opérations sur titres (titre II) et aux mesures spécifiquement applicables aux DCT (titres III, IV et V).

#### *Règlement des opérations sur titres*

3.2 Le titre II impose ce que l'on appelle la dématérialisation/immobilisation de titres, à savoir l'émission de titres sous forme d'inscription en compte. Cette mesure a pour but d'accroître l'efficacité du règlement, de permettre un raccourcissement des délais de règlement et de garantir l'intégrité des émissions, en facilitant le rapprochement des comptes de titres. Le texte proposé prévoit une période de transition suffisamment longue, allant jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2020, pour permettre aux opérateurs de marché des États membres où existent encore d'importantes quantités de titres papier de se mettre en conformité avec cette mesure.

3.3 Il harmonise les délais de règlement des opérations sur titres dans l'UE. En Europe, la plupart des opérations sur titres sont réglées deux ou trois jours après le jour de cotation, selon le marché. Le délai de règlement sera harmonisé et fixé à deux jours après le jour de la transaction, mais des délais plus courts seront autorisés.

3.4 Il harmonise les mesures de discipline en matière de règlement à l'échelle de l'UE. Il s'agit de mesures ex ante destinées à empêcher les défauts de règlement et de mesures ex post destinées à faire face à d'éventuels défauts.

#### *Agrément et surveillance des dépositaires centraux de titres*

3.5 La directive 98/26/CE définit déjà les systèmes de règlement des opérations sur titres comme des accords formels permettant le transfert de titres entre différents participants. En revanche, elle ne réglemente pas les établissements chargés d'exploiter ces systèmes. Compte tenu des risques liés au règlement et de la complexité croissante de ces systèmes, il est essentiel que les établissements qui les exploitent soient légalement définis, agréés et surveillés sur la base de normes prudentielles communes.

3.6 Les DCT devront être agréés et surveillés par les autorités nationales compétentes pour leur lieu d'établissement. Toutefois, dans la mesure où leur activité a un caractère de plus en plus transnational, les autres autorités compétentes pour les systèmes de règlement de titres qu'ils exploitent et pour les autres entités de leur groupe devront aussi être consultées. L'AEMF aura un rôle important à jouer dans l'élaboration de projets de normes techniques harmonisant les procédures d'agrément et assurant la coopération entre autorités.

3.7 La proposition confère aux DCT agréés une sorte de "passeport" leur permettant de fournir des services dans d'autres États membres de l'Union, soit directement, soit en y créant une succursale. Les DCT de pays tiers pourront exercer leur activité dans l'Union à condition d'être reconnus par l'AEMF.

#### *Exigences applicables aux DCT*

3.8 Les DCT revêtant une importance systémique et assurant des services essentiels pour les marchés de titres, ils doivent être soumis à des normes prudentielles exigeantes, qui garantissent leur viabilité et la sécurité de leurs participants. Il est prévu plusieurs catégories d'obligations pour les DCT: exigences organisationnelles, règles régissant l'exercice des activités, exigences relatives aux services fournis, exigences prudentielles et exigences en matière de liaisons entre DCT.

3.9 Les règles régissant l'exercice des activités exigent que les opérations soient non discriminatoires, transparentes et strictement fondées sur le risque et que la publication complète des coûts et des produits soit communiquée aux autorités compétentes.

3.10 Les exigences applicables aux services de DCT comprennent des obligations en matière de rapprochement intrajournalier des comptes et de ségrégation des comptes. Pour le règlement en espèces, la proposition impose aux DCT d'utiliser dans toute la mesure du possible des comptes détenus auprès de banques centrales. Le règlement en monnaie de banque commerciale est autorisé, mais, contrairement à certaines pratiques en vigueur, il doit se faire par l'intermédiaire d'un établissement de crédit distinct agissant en tant qu'organe de règlement.

3.11 Dans les exigences prudentielles applicables aux DCT eux-mêmes figurent d'importantes dispositions sur l'atténuation du risque opérationnel. Les DCT n'étant pas autorisés à fournir eux-mêmes des services de type bancaire, le principal risque qu'ils encourront sera le risque opérationnel. Ces dispositions contiennent des mesures appropriées pour assurer à tout moment la continuité des opérations, y compris de règlement. Des exigences de fonds propres sont également définies en fonction des frais de fonctionnement; les DCT devront détenir suffisamment de fonds propres, de bénéfices non distribués et de réserves pour couvrir au moins six mois de frais de fonctionnement.

3.12 Les exigences en matière de liaisons entre DCT comprennent l'adoption de règles identiques sur le caractère définitif du règlement.

#### *Accès aux DCT*

3.13 La présente initiative a entre autres objectifs celui d'ouvrir le marché des services de DCT et de supprimer les entraves à son accès. Trois types d'accès sont envisagés: a) l'accès entre des émetteurs et des DCT, b) l'accès des DCT aux DCT et c) l'accès des autres infrastructures de marché aux DCT et inversement.

3.14 Le projet autorise les émetteurs à faire enregistrer leurs titres par n'importe quel DCT agréé dans l'Union et les DCT à fournir des services pour des titres émis conformément au droit d'un autre État membre.

3.15 Un DCT doit pouvoir recevoir les historiques ou relevés de transactions des contreparties centrales et des plates-formes de négociation, et ces infrastructures avoir accès aux systèmes de règlement de titres exploités par les DCT.

#### *Établissements de crédit*

3.16 Lorsque le règlement en monnaie de banque centrale n'est pas envisageable en pratique, les DCT peuvent proposer à leurs participants un règlement en monnaie de banque commerciale. Toutefois, les DCT n'étant pas censés fournir eux-mêmes de services bancaires accessoires au règlement, ils devraient être autorisés par leurs autorités compétentes à désigner un établissement de crédit pour agir en tant qu'organe de règlement, c'est-à-dire pour ouvrir des comptes espèces et accorder des possibilités de crédit afin de faciliter le règlement.

3.17 Cette séparation entre DCT et organes de règlement est importante pour renforcer la sécurité des DCT. Les services bancaires accessoires au règlement accroissent en effet les risques encourus par les DCT et donc la probabilité que ceux-ci se trouvent en défaut ou connaissent de graves problèmes.

3.18 S'il est vrai que les services bancaires sont habituellement fournis par les DCT sur une base intrajournalière (ils sont entièrement couverts par des sûretés et d'autres ressources financières) et se limitent à des services accessoires, les montants en jeu n'en sont pas moins importants, et tout défaut de ces DCT aurait des répercussions négatives sur les marchés de titres et de paiement. L'obligation de fournir ces services bancaires au moyen d'une entité juridique distincte de celle qui fournit les services de base de dépositaire empêchera toute propagation des risques entre services bancaires et services de base, notamment en cas d'insolvabilité ou de graves tensions liées aux services bancaires.

3.19 Pour les DCT qui fournissent déjà des services bancaires, les principaux coûts liés à cette mesure sont les coûts juridiques de création d'une entité distincte pour assurer ces prestations. La Commission estime qu'il n'existe pas d'autre solution moins radicale que la ségrégation des services bancaires pour supprimer complètement le risque de propagation des risques entre services bancaires et services de DCT de base.

3.20 Pour que la prestation de services de DCT et de services bancaires au sein du même groupe d'entreprises génère bien les gains d'efficacité attendus, l'obligation de confier les services bancaires à un établissement de crédit séparé ne doit pas empêcher celui-ci de faire partie du même groupe d'entreprises que le DCT.

3.21 L'autorité compétente devrait pouvoir démontrer au cas par cas que la fourniture de services de DCT et de services bancaires par la même entité juridique n'entraîne pas de risque systémique. Dans ce cas, une demande motivée pourrait être adressée à la Commission européenne, qui pourrait autoriser une dérogation. En toute hypothèse, les activités d'un DCT agréé en tant qu'établissement de crédit devraient se limiter à la fourniture de services bancaires accessoires au règlement.

## Sanctions

3.22 Un inventaire des régimes nationaux existants a ainsi révélé entre autres que les niveaux de sanctions pécuniaires varient considérablement d'un État membre à l'autre, et qu'un certain nombre d'autorités compétentes ne disposent pas de certains pouvoirs de sanction importants ou ne peuvent infliger des sanctions à des personnes physiques ou morales. À cette fin, la Commission propose que les autorités compétentes devraient disposer d'un socle minimal de sanctions et de mesures administratives incluant le retrait d'agrément, l'avertissement public, la révocation des membres de la direction, la restitution des gains tirés de l'infraction au présent règlement, lorsque ceux-ci peuvent être déterminés, et des amendes administratives.

## 4. Perspective du CESE

4.1 Le CESE se félicite de cette initiative réglementaire. Une fois le règlement sur les DCT mis en place, la Commission aura achevé les trois piliers du nouveau cadre de la réglementation européenne sur les infrastructures financières: DCT, EMIR et MiFID/MiFIR. Mis ensemble, ces trois instruments assurent une couverture ample et complète du marché. La Commission doit veiller à ce que ces instruments s'articulent harmonieusement, sans chevauchements qui pourraient conduire à des interprétations divergentes des nouvelles règles. Il est également essentiel que, dans les domaines clés, ces diverses initiatives législatives soient homogènes et cohérentes entre elles.

4.2 L'AEMF sera chargée d'élaborer des normes techniques pour cette nouvelle législation, ainsi que pour les deux autres piliers. Le CESE fait remarquer l'étendue des tâches et responsabilités qui incomberont à l'AEMF dans un délai relativement bref. Elle sera, entre autre, chargée de responsabilités concernant la réglementation des agences de notation de crédit, de la surveillance du secteur des audits, de tâches concernant la vente à découvert et les contrats d'échange sur défaut, et de la supervision de la directive AIFM. Pour mener à bien ses missions, il est vital que l'AEMF dispose d'effectifs compétents et expérimentés.

4.3 En soumettant les entreprises de services financiers à un nouveau règlement, une nouvelle surveillance, de nouvelles exigences prudentielles, etc., les règlements sur les DCT créeront un nouveau faisceau de modifications touchant le secteur des services financiers. Le CESE est favorable à l'introduction de ces changements ultérieurs, mais demande aux régulateurs et aux superviseurs, et particulièrement à l'AEMF, d'être vigilants face aux problèmes éventuels qui pourraient découler d'une surcharge réglementaire.

4.4 La création de l'euro a servi de catalyseur pour les investissements transfrontaliers dans des titres, et le fonctionnement harmonieux des investissements transfrontaliers repose sur l'existence de normes communes à l'échelle européenne. Un niveau élevé de discipline en matière de règlement réduit le risque de contrepartie, ou plus spécifiquement le risque de liquidité et le risque de remplacement. Plus encore, il favorise la protection des investisseurs, en contribuant à garantir que les transactions entre acheteurs et vendeurs de titres sont réglées en toute sécurité et en temps opportun. À cet égard, le règlement constitue une avancée importante sur la voie de l'achèvement du marché unique.

4.5 De même, dans le contexte du marché unique, il convient de se féliciter de la proposition de délivrance d'un

"passeport", qui permettra de supprimer les obstacles à l'accès tout en octroyant aux émetteurs le droit de faire enregistrer leurs titres dans n'importe quel DCT agréé dans l'UE. Cette rupture des monopoles nationaux devrait être bien accueillie dans le marché intérieur.

4.6 L'approche de limitation des risques dans la définition du modèle économique du DCT, associée au fait que ce modèle sera de facto limité par le règlement, aura probablement des effets tant positifs que négatifs sur la compétitivité et l'innovation des DCT. L'ouverture du marché transfrontière apportera incontestablement un plus. Par ailleurs, les DCT ont le droit d'assurer la prestation de toute une gamme de services, dès lors que ceux-ci participent au renforcement de la sécurité, de l'efficacité et de la transparence des marchés de valeurs mobilières. Par surcroît, et en vue de favoriser davantage l'innovation, le CESE propose que l'interdiction pour les DCT de posséder des entreprises exerçant des activités distinctes des DCT ne s'applique que si ces activités s'exerceraient au détriment du profil de risque des DCT.

4.7 Une modification importante qui a été proposée concernant le champ des activités des DCT est de leur interdire de détenir une licence pour l'exercice d'une partie des activités bancaires. Cela aura une incidence sur les deux grands DCT internationaux – Euroclear et Clearstream – qui utilisent leurs capacités bancaires pour soutenir le processus de règlement et de conservation de titres à une très grande échelle. Le champ des activités bancaires est très limité, et il est sorti de la récente crise sans aucun problème. Toutefois, le CESE reconnaît que les avis influents à l'échelle mondiale – G20, Commission européenne, Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), etc. – sont largement en faveur d'une séparation des établissements de crédit. Les DCT auront le droit d'établir une banque avec un champ d'activités limité, laquelle sera détenue par un groupe d'entreprises. Cela ne devrait pas entraîner une révision majeure du modèle économique du DCT.

4.8 Malgré l'avis de la Commission selon lequel il n'y a pas de solution de remplacement à la séparation entre les services bancaires et les services de base des DCT, la disposition énoncée au paragraphe 3.21 ci-avant prévoit une dérogation possible lorsque l'autorité nationale compétente apporte son soutien à l'entité concernée. Bien que cette possibilité de dérogation existe, le CESE soutient la Commission et estime que la meilleure solution est d'avoir une banque séparée.

4.9 Les propositions exigent la dématérialisation des titres négociables. Une période de transition est fixée, qui s'achève en 2020. Malgré cela, les progrès qui ont été accomplis par les États membres sont inégaux, et un compromis politique pourrait être nécessaire.

4.10 Une autre proposition centrale est celle d'uniformiser l'exigence du règlement au plus tard le deuxième jour ouvrable après celui où a lieu la transaction (T+2). Si un tel projet est réalisable au sein du marché intérieur, il faudra répondre à un certain nombre de problèmes concernant les transactions à l'échelle mondiale, notamment les complications induites par les opérations de change, l'éventualité que les titres aient été achetés à crédit, les différences de fuseaux horaires, le fait que les cycles de règlement soient différents sur les marchés d'autres régions du monde, et les coûts importants qui pourraient être encourus pour adapter les systèmes informatiques à l'exigence T+2.

4.11 En principe, le règlement exige que tous les DCT mettent en place des régimes prévoyant des amendes pour les participants n'effectuant pas leurs règlements en temps voulu, mais il convient d'adapter le régime à l'instrument. Infliger des amendes pour retard de livraison d'actions illiquides ou d'actions de PME aurait un effet dommageable sur leur liquidité de marché. Il faudrait envisager une dérogation pour les PME cotées en bourse. La proposition de règlement n'expose pas à quoi serviront les fonds prélevés par les amendes.

Bruxelles, le 11 juillet 2012.

*Le président*  
*du Comité économique et social européen*  
Staffan NILSSON

---