

CHAPITRE 12

Les dépositaires centraux de titres

Mis à jour le 30 septembre 2020

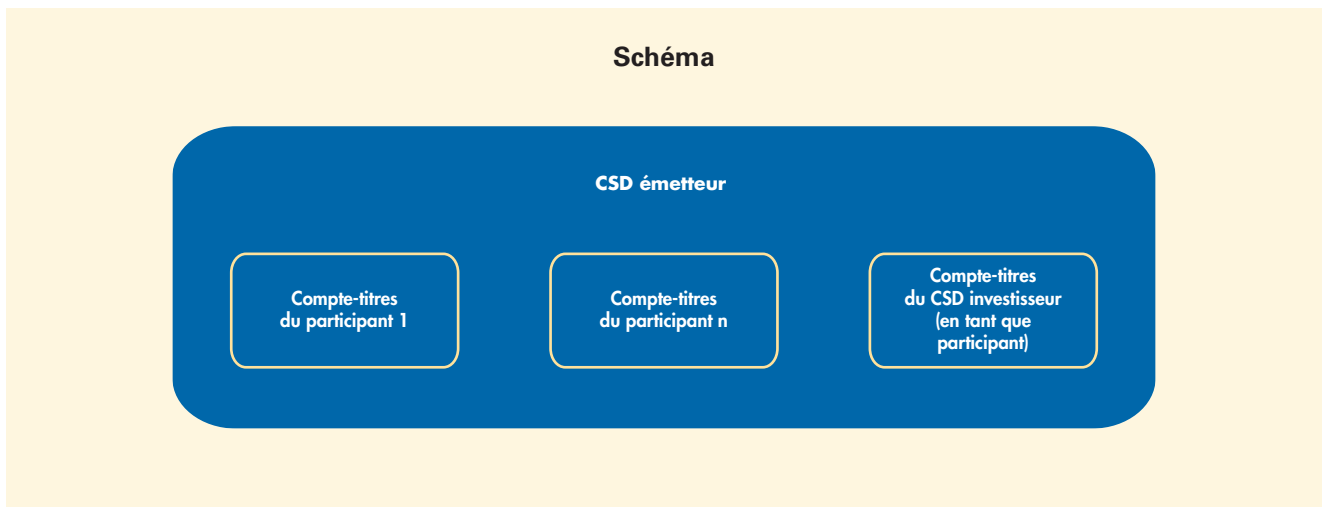
Les dépositaires centraux de titres (en anglais, *central securities depositories* ou CSD ¹), sont des infrastructures essentielles au bon fonctionnement et à la sécurité des marchés d’instruments financiers. Ils jouent un rôle important dans le maintien de l’intégrité des émissions de titres, en s’assurant que des titres ne puissent pas être créés ou supprimés de façon accidentelle ou frauduleuse. Dans les juridictions où ce service dit « notarial » est assuré par des acteurs appelés « *registrars* », le CSD rapproche ses propres données (sur la détention) de celles du *registrar* (sur l’émission). La fourniture de comptes-titres au plus haut niveau de la chaîne de détention (c’est-à-dire au bénéfice des intermédiaires financiers eux-mêmes) et la réconciliation au moins quotidienne de ces comptes titres avec les comptes d’émission ² permettent de mener à bien cette mission.

Si les *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMI, cf. chapitre 18) considèrent que les CSD n’exploitent pas nécessairement un système de règlement-livraison de titres, la réglementation européenne venant transposer les PFMI crée en revanche un lien très étroit entre CSD et systèmes de règlement-livraison. En effet, depuis l’entrée en vigueur du règlement européen CSDR ³ (voir section 2 de ce chapitre), une entité doit obligatoirement exploiter un système de règlement-livraison

pour pouvoir être qualifiée de CSD (et offrir également au moins un des deux autres services de base définis par CSDR : service notarial et/ou tenue centralisée de comptes titres au plus haut niveau). De plus, CSDR considère que les CSD sont les seules entités autorisées à exploiter un système de règlement-livraison ⁴. On précisera d’emblée ici que TARGET2 Securities (T2S) qui sera décrit au chapitre 14, n’est pas considéré comme un CSD, ni d’ailleurs formellement comme un système de règlement-livraison, mais comme une plateforme technique de règlement-livraison développée et opérée par l’Eurosystème.

Les CSD participent en outre activement à l’intégration des marchés financiers, en particulier par l’établissement de liens entre CSD : ces liens constituent un des moyens pour les acteurs d’un marché donné de pouvoir accéder aux titres émis dans d’autres juridictions. L’établissement d’un lien entre un CSD dit « CSD investisseur » et un autre CSD dit « CSD émetteur » consiste pour le CSD investisseur à devenir participant du CSD émetteur, c’est-à-dire en pratique à ouvrir un compte-titres à son nom auprès du CSD émetteur (il s’agit en général d’un CSD établi dans un autre pays). Le CSD investisseur permet ainsi à ses participants d’accéder à des titres autres que ceux pour lesquels il assure lui-même la fonction notariale.

- 1 Dans la suite de ce chapitre, on utilisera indifféremment le terme « dépositaire central » ou l’acronyme anglais « CSD » pour désigner les dépositaires centraux de titres (dont l’acronyme anglais « DCT » n’est que rarement utilisé en pratique).
- 2 Les comptes d’émission correspondent à la somme des titres émis, pour chaque code ISIN considéré.
- 3 *Central Securities Depositories Regulation (CSDR) ou Règlement concernant l’amélioration du règlement de titres dans l’UE et les CSD* : dénomination habituellement utilisée pour désigner le règlement (UE) n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l’amélioration du règlement de titres dans l’Union européenne et les dépositaires centraux de titres.
- 4 À noter que quelques banques centrales font encore office de CSD. À titre d’exemple, la Banque nationale de Belgique exploite un système de règlement-livraison (NBB-SSS) pour l’émission et le règlement de titres à revenu fixe.



1. Les rôles d'un dépositaire central de titres

1.1. La gestion des émissions de titres : le service notarial

1.1.1. Historique et tendance à la dématérialisation des titres

Les instruments financiers circulaient à l'origine sous la forme de certificats papier⁵ qui étaient conservés physiquement par les investisseurs, soit directement, soit en les déposant dans les coffres qu'ils détenaient auprès de leur banque. Le développement des marchés financiers et l'augmentation très forte des volumes de titres émis et échangés qui en a résulté ont montré les limites de ce type d'organisation : le transfert physique de volumes importants de certificats papier nécessitait du temps et de la manutention, ce qui pouvait non seulement créer des tensions en termes de liquidité, mais aussi s'accompagner de divers risques opérationnels (allant des erreurs de traitement, comme la perte de titres, jusqu'à la mise en circulation de faux titres). En outre l'émission de titres sous forme de certificats papier rendait peu commodes des opérations telles que des restructurations de capital, comme par exemple le fractionnement d'actions. Avec le soutien des marchés, les autorités nationales ont donc contribué à la création des dépositaires centraux⁶. Ces entités furent d'abord chargées de centraliser l'ensemble des certificats matérialisés en un seul lieu, de sorte que les mouvements physiques fussent supprimés : les transactions se dénouaient alors par écritures comptables dans les livres du dépositaire central. Cette étape est connue sous le nom « d'immobilisation »⁷. Aujourd'hui, les titres financiers encore émis sous la forme de certificats papier⁸ sont donc le plus souvent immobilisés chez les (I)CSD ou chez un *registrar*, puis transférés électroniquement par le biais d'une inscription en compte.

Puis une étape supplémentaire a été franchie avec la « dématérialisation » : les titres financiers sont alors émis

de façon totalement dématérialisée⁹. Les titres dématérialisés sont ainsi non seulement détenus et échangés mais aussi émis électroniquement, par le biais d'une inscription comptable sur le compte émission, tenu le plus souvent par le CSD. Ainsi, de façon générale, les processus opérationnels ont gagné en sécurité et en efficacité à mesure que les progrès technologiques ont rendu possibles l'enregistrement et le transfert des titres financiers par voie électronique.

La législation s'est adaptée dans les différents pays européens pour autoriser, voire rendre obligatoire, la représentation des titres sous la forme d'enregistrements électroniques. En France, la loi du 30 décembre 1981 a rendu quasiment systématique la dématérialisation des valeurs mobilières (mise en œuvre à compter de novembre 1984). La dématérialisation n'a néanmoins pas exclu totalement la possibilité d'émettre des titres physiques : en effet les émetteurs ont toujours (même si en pratique ils n'en font plus la demande) la possibilité d'émettre du papier pour circulation exclusive hors de France sous la forme de « certificats représentatifs » une partie de l'émission (coupures unitaires ou multiples).

Au niveau européen, une avancée importante a été opérée par le règlement CSDR, adopté en 2014 et qui impose, à compter du 1^{er} janvier 2023 pour les valeurs mobilières admises à la négociation à compter de cette date et à compter du 1^{er} janvier 2025 pour toutes les valeurs mobilières admises à la négociation quelle que soit leur date d'émission, que l'enregistrement initial soit réalisé *via* une « inscription en compte ». Cela signifie que ces instruments financiers devront soit être émis directement sous forme dématérialisée (ils n'existeront alors que sous la forme d'une inscription comptable, sans titre physique sous-jacent), soit être émis physiquement sous format papier, mais en étant « immobilisés » (c'est-à-dire conservés par un CSD de manière à permettre leurs transferts ultérieurs par inscription comptable), soit, pour les titres

5 Sur ces certificats – dont la détention était la preuve de la propriété – étaient imprimés plusieurs coupons, chacun correspondant à l'échéance d'un versement d'intérêts ou d'un dividende. Lors de chaque versement, le détenteur du titre remettait donc un coupon en papier contre le paiement des intérêts ou des dividendes (d'où l'expression restée dans le langage courant « détachement de coupon »).

6 Le dépositaire central français SICOVAM – devenu Euroclear France en 2001 – fut ainsi créé en 1949.

7 L'immobilisation est définie par la législation européenne comme « l'acte consistant à concentrer la localisation des titres physiques auprès d'un dépositaire central de titres de sorte à permettre les transferts ultérieurs par inscription comptable ». C'est notamment le cas des obligations internationales ou *Eurobonds* (cf. section 4).

8 Une étape a également été franchie dans ce domaine, en particulier pour des émissions à vocation internationale, lorsque les certificats individuels, destinés à être immobilisés, ont été remplacés par un certificat global représentatif de la totalité de l'émission.

9 La dématérialisation est définie, dans le glossaire du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPMI), comme l'« élimination du support physique ou document représentatif d'un droit de propriété sur des valeurs mobilières, si bien que celles-ci n'existent plus que sous forme d'écriture comptable ».

émis initialement sous forme matérialisée et qui existeraient encore au 1^{er} janvier 2025, être dématérialisés ou immobilisés à cette date. L'une des caractéristiques essentielles des titres immobilisés ou dématérialisés est qu'ils doivent être fongibles, c'est-à-dire que les titres composant une même émission sont interchangeables.

1.1.2. Le « service notarial » : un service de base sous CSDR, mais qui peut être assuré par d'autres entités

C'est le service qui concrétise la création des titres au niveau des infrastructures ou éventuellement des entités spécialisées (cf. *infra*). Ce service dit « notarial » fait partie des trois services de base définis par le règlement européen CSDR. Le plus souvent, les CSD prennent directement part au processus d'émission des titres, en tenant des comptes d'émission ouverts aux noms des émetteurs et en procédant à l'enregistrement initial des titres. C'est par exemple le cas en France où les deux CSD nationaux ¹⁰, Euroclear France et ID2S, assurent ce service notarial.

Ainsi, lorsqu'un émetteur approche Euroclear France ou ID2S avec un projet d'émission, le CSD concerné vérifie l'admissibilité des titres envisagés ¹¹. Chaque instrument financier se voit alors attribuer un identifiant unique appelé ISIN (*International Securities Identification Number*) par une agence nationale de codification ¹². Dans de nombreux pays, ce rôle d'agence de codification a été délégué au CSD historique (et le plus souvent CSD unique) de la place. En France, c'est Euroclear France qui attribue ainsi directement les codes ISIN aux titres émis. Les émetteurs peuvent être des sociétés financières ou non financières, des établissements publics, des États, des collectivités locales, etc.

Dans son rôle de dépositaire central « d'émission » (on parle alors de « CSD émetteur »), le CSD tient un compte pour chaque émission afin d'assurer son intégrité, en réconciliant selon une

fréquence au moins quotidienne (article 37 de CSDR) le nombre de titres inscrits dans le compte d'émission avec le nombre de titres en circulation, c'est-à-dire inscrits sur les comptes titres de ses participants. Ces données lui sont en effet directement accessibles de par sa fonction de teneur centralisée de comptes.

Cette fonction essentielle dévolue aux CSD permet donc de s'assurer, pour chaque émission de titres, qu'il n'y a ni création ni destruction indue de titres. En effet, en cas de création indue de titres, des investisseurs pourraient penser détenir un droit de propriété sur des titres qui, en réalité, n'existent pas. A l'inverse, en cas de suppression indue de titres, des droits de propriété sur des titres ayant une existence réelle disparaîtraient. En cas d'écart, un CSD est tenu de suspendre le règlement-livraison sur le code ISIN concerné selon les modalités et les délais fixés par le règlement CSDR.

Les CSD jouent ainsi un rôle central dans le maintien de la confiance des investisseurs. Le service notarial n'est cependant pas obligatoirement fourni par un CSD : afin de prendre en compte les pratiques de certaines juridictions, notamment le Royaume-Uni où des entités spécialisées (les « *registrars* », en pratique mais pas obligatoirement des établissements bancaires) remplissent cette fonction notariale, l'article 31 de CSDR prévoit explicitement qu'une entité autre qu'un CSD peut être responsable des enregistrements initiaux, mais à certaines conditions. En particulier, l'État membre doit préciser dans le droit national les exigences applicables, en renvoyant aux dispositions de CSDR, et communiquer à l'ESMA (*European Securities and Markets Authority* ou Autorité européenne des marchés financiers, une des autorités de supervision européennes instituées en 2010) toutes les informations pertinentes sur cette fourniture de services. Dans la grande majorité des États membres de l'Union européenne cependant, les CSD assurent eux-mêmes le service notarial.

¹⁰ Voir section 3 de ce chapitre : les CSD français

¹¹ En principe l'ensemble des titres financiers mentionnés par le Code monétaire et financier sont admissibles aux opérations d'Euroclear France : titres de capital émis par les sociétés par actions, titres de créances, parts ou actions d'organismes de placement collectif (cf. article L. 211-1 du Code monétaire et financier). ID2S n'admet actuellement que des « NEU CP » (*Negotiable European Commercial Paper*) qui sont des titres de créance négociable à court terme d'une durée inférieure ou égale à 1 an.

¹² Pour le marché français, l'Agence Française de Codification (AFC), qui est sous la responsabilité d'Euroclear France, est chargée d'attribuer des codes aux actions, warrants et titres de créances.

Les émetteurs peuvent dans certains cas tenir eux-mêmes les comptes titres des instruments financiers qu'ils émettent : ces titres sont alors dits émis « au nominatif pur » (cf. *infra* : le cas particulier des titres nominatifs français à titre d'exemple ¹³). Les comptes d'émission, qui restent néanmoins tenus en miroir pour des besoins de contrôle par le CSD, reflètent la somme des avoirs détenus par les participants du CSD.

La plupart des émetteurs ne gèrent toutefois pas directement l'émission de leurs titres par le CSD : ils mandatent un « agent » – en pratique, généralement une banque spécialisée dans le métier des titres – afin de les représenter dans leurs relations avec le CSD et procéder à l'émission. Les agents doivent déjà avoir une relation contractuelle avec le CSD, et s'être ainsi engagés à respecter les règles contractuelles et les processus opérationnels de celui-ci.

Lorsqu'une entité autre que le CSD est impliquée pour mener à bien ce processus de réconciliation (par exemple lorsque le CSD ne prend pas directement part à l'émission des titres, et qu'une entité distincte, par exemple un *registrar*, assure la fonction notariale), CSDR impose que le CSD et cette autre entité conviennent de « mesures adéquates de coopération et d'échange d'informations » afin de maintenir l'intégrité des émissions. Le CSD dit « émetteur » d'un instrument financier s'assure ainsi que les comptes-titres des participants ne sont jamais débiteurs, de sorte qu'il n'y ait pas de création de titres en dehors du processus d'émission décrit précédemment. Lorsqu'il n'existe pas de CSD local (ce cas de figure peut se rencontrer) et que plusieurs CSD « non domestiques » sont directement connectés à ce *registrar*, la réconciliation concerne celle assurée par ces CSD disposant d'un compte chez le *registrar* pour assurer la circulation des instruments financiers éligibles dans leurs propres livres. Dans ce cas, les CSD inscrits dans les livres du *registrar* réconcilient la position globale pour laquelle ils sont inscrits chez le *registrar*

avec la somme des instruments détenus par leurs propres participants dans leurs livres.

1.2. La tenue centralisée des comptes

Les CSD tiennent des comptes-titres ouverts la plupart du temps au nom d'intermédiaires financiers, majoritairement des teneurs de compte-conservateurs (TCC) ¹⁴ (en anglais *custodians*), qui conservent lesdits titres dans leurs livres au bénéfice de leurs clients (les investisseurs), voire d'eux-mêmes s'il s'agit d'opérations pour compte propre.

1.2.1. Les principes généraux de fonctionnement

La « tenue de compte-conservation » de titres financiers consiste à inscrire les titres sur le compte ouvert au nom de leur titulaire ; il ne s'agit pas d'un service d'investissement à proprement parler, mais d'un service dit « connexe » aux services d'investissement et qui requiert, en France, un agrément de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pour les établissements de crédit et entreprises d'investissement qui souhaitent le fournir. Les TCC fournissent également un certain nombre de services individualisés à leurs clients pour leur permettre d'exercer les droits attachés aux titres qu'ils détiennent, comme, par exemple, la réception des rémunérations versées à aux détenteurs (intérêts, dividendes, etc.) ou l'exercice du vote en assemblées générales.

Dans un modèle dit de « détention indirecte » comme cela est le cas en France et dans la grande majorité des pays européens, un investisseur qui acquiert des titres ne les détient pas directement dans un compte auprès du CSD (cela lui est même interdit en France). Par ailleurs, une particularité du droit français est que les droits de propriété sur les titres financiers ne se rattachent qu'aux comptes-titres tenus par les TCC : les comptes-titres tenus par le CSD au nom des TCC ne sont alors que des « comptes techniques » ou « comptes miroirs » des comptes-titres tenus par ces TCC au nom de leurs propres clients. Ainsi, les droits de

¹³ La terminologie anglaise utilise le terme « *registered securities* » pour désigner ces titres dont l'émetteur tient lui-même le compte d'émission. Cependant les pratiques de tenue de ces comptes diffèrent d'un pays à l'autre, tant sur le plan juridique que sur le plan opérationnel.

¹⁴ Dans la suite de ce chapitre, on utilisera indifféremment le terme « banque dépositaire » ou l'acronyme « TCC » pour désigner les teneurs de compte conservateurs.

propriété d'un investisseur sur ses titres sont matérialisés par l'inscription des titres dans un compte ouvert à son nom auprès d'un TCC, qui peut soit être participant direct du CSD et ainsi disposer d'un compte-titres ouvert auprès du CSD, soit avoir un compte-titres ouvert auprès d'un autre TCC qui peut être lui-même participant du CSD. Le nombre d'échelons intermédiaires dans

cette chaîne de détention n'est soumis à aucune limite théorique.

Mais que l'on soit dans un modèle de détention indirecte ou de détention directe (cf. encadré n° 1), chaque catégorie de titre étant détenue par un ou plusieurs investisseurs finaux, éventuellement par l'intermédiaire d'une ou plusieurs

Encadré n° 1 : Modèles de détention directe ou de détention indirecte de titres

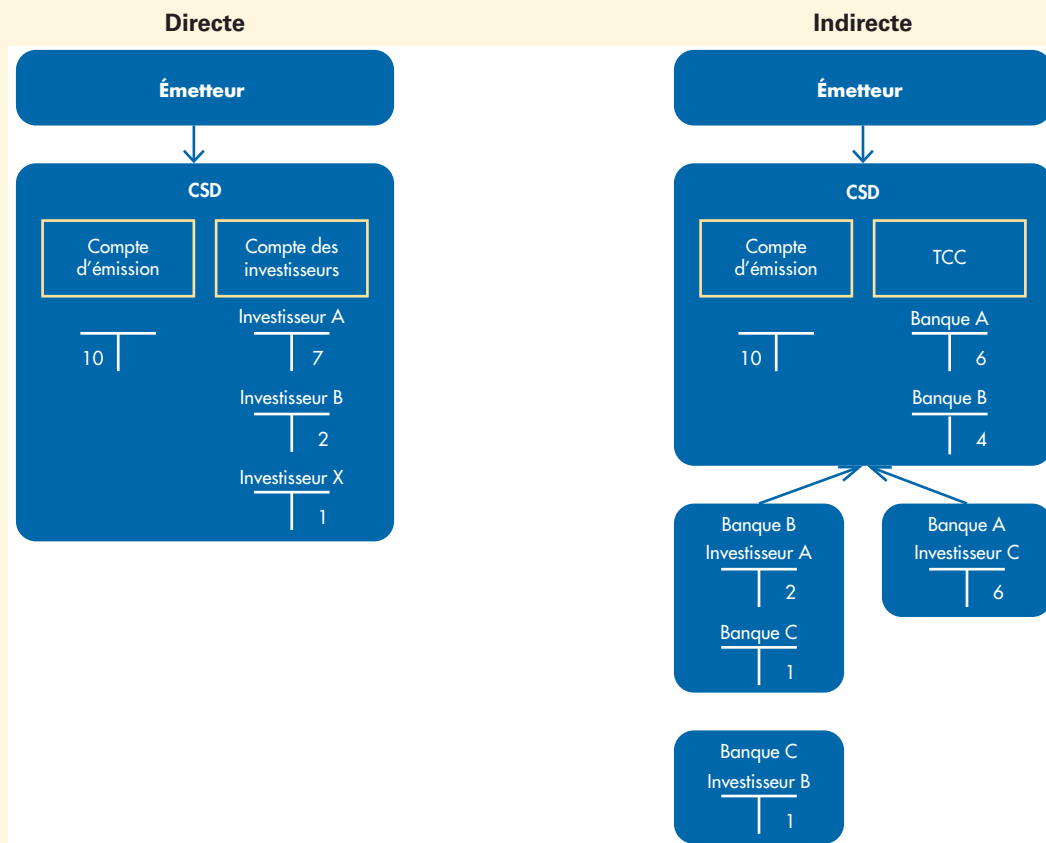
Dans les modèles de détention directe (en anglais, « *direct holding model* ») l'ensemble des titres détenus par les investisseurs finaux, propriétaires des titres, sont enregistrés dans les comptes ouverts à leur nom auprès du dépositaire central. Chaque investisseur dispose donc typiquement d'un compte-titres chez le dépositaire central, mais la gestion opérationnelle de ce compte est généralement effectuée par un mandataire (intermédiaire financier en pratique). L'ensemble des comptes des investisseurs pour un titre donné se trouvant gérés dans des comptes chez le CSD, les opérations de vérification de l'intégrité des émissions s'en trouvent facilitées. De même, la gestion centrale des comptes des investisseurs facilite l'identification des actionnaires (avec toutefois des limites à l'identification lorsque les titres sont détenus par des investisseurs étrangers *via* des établissements financiers « non domestiques » qui sont alors les seuls à être connus du CSD) et le traitement des opérations sur titres. Plusieurs pays européens ont adopté un système de détention directe, dont la Suède, la Finlande et le Danemark. On notera que des pays de culture « marché » plus récente, comme l'Inde ou la Chine, ont également adopté ce modèle.

Les modèles de détention indirecte (en anglais, « *indirect holding model* ») se retrouvent dans la majorité des pays européens. Ils se caractérisent par l'existence d'un ou de plusieurs niveaux d'intermédiaires financiers, en particulier les banques dépositaires, qui conservent dans leurs systèmes et administrent les titres appartenant aux investisseurs finaux. Ils assurent eux-mêmes la conservation des titres pour d'autres intermédiaires financiers ou pour les investisseurs finaux. Parmi ces intermédiaires, certains ont fait le choix d'être des participants directs au système de règlement-livraison, et disposent donc de comptes dans les livres du dépositaire central. Les CSD n'ont alors de relation, *via* des comptes dits « omnibus », qu'avec ces intermédiaires financiers qui participent directement à leur système de règlement-livraison de titres.

Un compte « omnibus » permet à un intermédiaire financier de regrouper sur ce compte les titres détenus par plusieurs de ses clients - voire par l'ensemble de ses clients. Cette pratique est dénommée « ségrégation collective ¹ des clients » sous CSDR, par opposition à la « ségrégation individuelle par client ». En France, le modèle de détention indirecte de titres s'applique, et le recours aux comptes omnibus (c'est-à-dire à la ségrégation collective des clients) est très largement majoritaire, car il permet une gestion opérationnelle plus efficace par les TCC, tout en maintenant un haut degré de sécurité sur la propriété juridique des clients grâce au cadre législatif français (cf. *supra*) et grâce au fait que les avoirs propres du TCC ne peuvent être mélangés aux avoirs de ses clients. Une ségrégation individualisée (ou par catégorie de détenteurs) au niveau du CSD est également possible notamment pour isoler les titres détenus par les OPC.

¹ Le terme de « ségrégation collective » signifie que les avoirs des clients sont regroupés dans un seul compte « omnibus » distinct du compte regroupant les avoirs propres de l'intermédiaire.

Représentation stylisée d'un modèle de détention



banque(s) dépositaire(s) le long d'une chaîne de détention plus ou moins longue, la somme des titres détenus par les participants d'un CSD émetteur pour le compte des investisseurs doit être égale au nombre de titres émis, pour chaque code ISIN. Les comptes-titres détenus par les participants d'un CSD reflètent le degré de détention ultime au sein de la chaîne (ils sont tenus par des intermédiaires financiers qui ne recourent pas à un autre intermédiaire, il n'y a donc pas d'échelon supplémentaire dans le schéma de conservation des actifs présents sur ces comptes). Le même raisonnement est valable lorsque le participant d'un CSD (« CSD émetteur ») se trouve être un autre CSD (« CSD investisseur »). C'est là encore le CSD émetteur qui est chargé de s'assurer de l'intégrité des instruments

financiers émis, et donc de la réconciliation entre les comptes d'émission et les comptes de ses participants, parmi lesquels les comptes du « CSD investisseur ».

1.2.2. Le rôle des autres intermédiaires le long de la chaîne de détention des titres

Si les CSD jouent un rôle central dans la préservation de l'intégrité des émissions, chaque intermédiaire financier doit également mener des réconciliations similaires à son niveau, entre d'une part les actifs inscrits dans un compte-titres ouvert à son nom auprès de l'échelon supérieur (le plus souvent un compte omnibus, y compris lorsqu'il s'agit d'un compte ouvert auprès du CSD), et d'autre part les actifs détenus pour compte propre et les actifs dont la

conservation lui a été confiée par ses clients à l'échelon inférieur. Ce processus en cascade tout au long de la chaîne permet d'assurer que les droits de propriété des investisseurs finaux, à l'autre bout de la chaîne, ne peuvent pas être remis en cause de façon injustifiée.

En modèle de détention indirecte, les CSD ne peuvent jouer ce rôle tout au long de la chaîne car ils ne disposent d'informations que sur les comptes-titres de leurs participants directs ; de la même façon, chaque intermédiaire financier n'a de visibilité que sur les actifs conservés pour le compte de ses propres clients, mais pas sur la détention de ces actifs plus en aval par les clients de ses clients. Par conséquent, toute défaillance au niveau d'un intermédiaire financier peut conduire

à une remise en cause de l'intégrité d'une émission et à une possible perte de titres pour certains investisseurs finaux, même si les contrôles au niveau du CSD émetteur sont adéquats. En France, comme déjà indiqué ci-avant, les droits de propriété sur les instruments financiers sont attachés aux comptes-titres tenus par les teneurs de compte-conservateurs, et non aux comptes-titres maintenus par le CSD qui ne sont que des « comptes-miroirs » reflétant les comptes-titres de ses participants ¹⁵.

Les rapprochements comptables quotidiens sont donc indispensables au niveau de chacun des participants d'un CSD, y compris les CSD tiers qui ont ouvert un compte-titres auprès d'un CSD pour permettre à leurs participants d'accéder aux titres financiers qui y ont été émis (« CSD investisseurs »).

15 D'autres pays européens ont une approche juridique différente de la France, et considèrent que les droits de propriété sur les titres sont attachés directement aux comptes tenus par le CSD. Les dispositions françaises présentent l'avantage de rendre les titres insaisissables au niveau du CSD.

Encadré n° 2 : Le cas particulier des titres nominatifs en France et le titre au porteur identifiable

En France, les titres financiers peuvent être détenus sous forme « au porteur » ou sous forme « nominative », selon le souhait de l'investisseur et/ou selon que l'entité émettrice souhaite ou non connaître de manière permanente ses actionnaires ou les détenteurs de ses obligations de façon nominative. Lorsqu'une société prévoit par une clause statutaire que la forme nominative est obligatoire, on parle de « valeur essentiellement nominative » ; dans les autres cas, lorsque le choix entre les formes « au porteur » et « nominative » est laissé à l'investisseur, on parle de valeur « occasionnellement nominative ». Il existe aussi des obligations statutaires de mise au nominatif (à partir d'un certain seuil de détention le titulaire doit alors procéder à une mise au nominatif pur ou administré) : pour autant la valeur reste sous forme occasionnellement nominative.

Le propriétaire de titres nominatifs peut soit décider de les faire figurer sur son compte ouvert auprès de sa banque dépositaire habituelle (« nominatif administré »), soit décider de confier la conservation des titres à l'émetteur lui-même (« nominatif pur »). Dans ce dernier cas, l'émetteur doit tenir lui-même les comptes sur des registres internes et gérer les opérations sur les titres ; il peut néanmoins déléguer ces fonctions à un mandataire. Le nominatif ne concerne qu'une part minoritaire des actions émises en France.

Les titres au porteur sont inscrits sur un compte-titres ouvert auprès d'un teneur de compte-conservateur, selon les modalités classiques de la détention indirecte de titres décrite plus haut. Leur détenteur final n'est alors pas connu de l'émetteur. Toutefois, afin de permettre aux émetteurs de titres au porteur de connaître leur actionnariat ou leurs obligataires, Euroclear France offre le service « titre au porteur identifiable » (TPI) par lequel, sur requête de la société émettrice (et à condition que les statuts de ladite société le prévoient explicitement pour les titres de capital), il interroge l'ensemble des intermédiaires financiers dans les livres desquels les titres de la société émettrice sont déposés afin d'identifier les actionnaires. Après consolidation des réponses, la liste en est communiquée à l'émetteur. Les titres au porteur sont très largement majoritaires en France.

Si plusieurs CSD investisseurs détiennent des titres ayant le même code ISIN chez un CSD émetteur donné, ces CSD investisseurs sont tenus de procéder à des réalignements périodiques, c'est-à-dire à des transferts de titres entre leurs comptes ouverts dans le même CSD émetteur, pour refléter les échanges de titres intervenus entre leurs propres participants lorsque la transaction intervient entre participants de deux CSD différents. À noter que le réalignement automatique est une fonction offerte par le système T2S (cf. chapitre 14).

1.3. Le règlement-livraison : circulation des titres et lien avec la tenue centralisée des comptes

Les dépositaires centraux permettent également la circulation des instruments financiers en assurant l'exploitation d'un ou de plusieurs systèmes de règlement-livraison de titres (en anglais, *securities settlement systems* ou SSS : cf. chapitre 13), lesquels permettent la circulation effective des instruments financiers en créditant ou débitant les comptes-titres de leurs participants (soit au titre de leurs opérations pour compte propre, soit au titre des opérations de leurs clients). Ils permettent ainsi d'effectuer le « règlement » des transactions sur instruments financiers, c'est-à-dire la livraison effective de ces instruments (et le paiement correspondant), dans des conditions optimales de sécurité.

Dans le cadre du règlement CSDR :

- l'exploitation d'un système de règlement de titres (ou système de règlement-livraison) est un service de base qui doit obligatoirement être offert pour obtenir la qualification de « CSD » (étant rappelé que celui-ci doit également offrir au moins un des deux autres services de base : service notarial et/ou tenue centralisée de compte);
- seuls les CSD peuvent exploiter un système de règlement de titres (y compris les banques centrales faisant office de CSD).

Les systèmes de règlement de titres, du fait de leur rôle fondamental dans le fonctionnement des marchés financiers, font l'objet d'un chapitre dédié (cf. chapitre 13).

1.4. Les services accessoires offerts par les CSD

Au-delà des trois services de base des CSD évoqués jusqu'ici (service notarial, service de tenue centralisée de compte et service de règlement-livraison), les CSD peuvent offrir un certain nombre de services dits « accessoires » listés de façon non exhaustive par CSDR, notamment les services liés au traitement des opérations sur titres, la gestion tripartite de collatéral, l'organisation d'un mécanisme de prêts de titres entre ses participants, les services aux émetteurs, etc.

1.4.1. Le traitement des opérations sur titres (OST) ou corporate actions

Les instruments financiers donnent généralement droit à rémunération pour leurs détenteurs, que ce soit sous forme du paiement d'un dividende pour les actions ou versement d'intérêts dans le cas des obligations ¹⁶.

En outre de nombreux événements peuvent intervenir dans la vie d'un titre, tels que des opérations liées à des réorganisations ¹⁷, certaines de ces opérations nécessitant que les propriétaires de ces instruments financiers exercent un choix (options). Ces opérations qualifiées d'opérations sur titres ou OST (en anglais, *corporate actions*) constituent le corollaire de l'enregistrement initial des titres et impliquent donc étroitement les CSD. Ces derniers agissent dans ce contexte en tant qu'intermédiaire entre d'une part l'émetteur (ou son agent) et, d'autre part, les banques dépositaires et autres intermédiaires financiers qui conservent les titres pour le compte d'autres intermédiaires et/ou des investisseurs finaux. Ils reçoivent ainsi les annonces et notifications de l'émetteur, qu'ils transmettent sous forme d'annonces et d'avis de droits (ou « *announcement* »)

¹⁶ La rémunération de certains titres peut néanmoins se faire de façon précomptée, comme par exemple les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF); dans ce cas, l'investisseur ne perçoit pas de flux de rémunération entre l'émission et le remboursement du titre, ladite rémunération résultant de la différence entre le montant remboursé et le montant initialement versé par l'investisseur.

¹⁷ Catégories d'opérations sur titres ayant des conséquences sur le nombre et/ou la valeur nominale des titres en circulation telles que le regroupement d'actions, le fractionnement d'actions, etc. Les réorganisations peuvent être obligatoires ou optionnelles, avec ou sans option.

aux intermédiaires financiers chez qui les titres sont déposés. Ce rôle de courroie de transmission d'informations et de contrôle des positions joué par les CSD et, aux niveaux inférieurs de la chaîne de détention des titres, par les intermédiaires financiers, est essentiel, dans la mesure où les émetteurs ne savent pas toujours qui sont les investisseurs finaux (cf. les titres au porteur).

Au-delà de la transmission d'informations, les CSD calculent les droits attachés aux opérations sur titres (ou « *entitlement* »), procèdent le cas échéant à l'enregistrement des nouveaux titres, les créditent sur les comptes de leurs bénéficiaires (intermédiaires financiers ou investisseurs finaux selon le modèle de détention) et, dans le cas de distribution d'espèces, créditent les comptes espèces des bénéficiaires après avoir reçu les sommes correspondantes de l'émetteur ou de son agent payeur.

La gestion des OST est en outre l'un des domaines du post-marché sur lequel se concentre le plus gros effort en matière d'harmonisation européenne. La grande diversité des règles et des pratiques entre les différents États européens en matière de traitement des OST a en effet été identifiée par les rapports Giovannini (2001 et 2003) comme l'une des principales barrières à l'intégration financière des marchés européens. L'harmonisation des pratiques a donc été perçue comme un moyen privilégié de réduire les coûts de traitement et les risques opérationnels attachés à ce type d'opérations. Ce fut l'objet d'un groupe de travail, le *Corporate Actions Joint Working Group* (CAJWG), rassemblant l'ensemble des parties prenantes (émetteurs, infrastructures de marché, intermédiaires), et qui a débouché en 2009 sur l'édiction de normes applicables aux différentes catégories d'OST¹⁸.

En matière de gestion des flux d'informations relatives aux OST, les *Market Standards for Corporate Actions Processing* consacrent un principe dit de « cascade » selon lequel il revient à

l'émetteur d'avertir le CSD d'émission et lui donner les détails de l'OST. Il revient ensuite au CSD d'émission de fournir l'information aux détenteurs des comptes dans ses livres, à charge pour ceux-ci de la faire parvenir jusqu'à l'investisseur final *via* la chaîne des intermédiaires (CSD investisseurs, intermédiaires financiers participant aux CSD, clients).

Ces normes ont été reprises et spécifiées dans le cadre de la plateforme T2S, à laquelle l'ensemble des CSD de la zone euro¹⁹ (ainsi que les CSD de marchés non euro qui le souhaitent) ont confié leur activité de règlement-livraison de titres (cf. le chapitre 14 sur T2S). En effet, le développement important attendu des opérations inter-CSD et donc de l'activité de CSD investisseur a rendu indispensable la mise en œuvre par les marchés concernés de normes d'OST harmonisées. Si la plateforme T2S ne gère pas directement les OST, elle fournit toutefois aux CSD des fonctionnalités leur facilitant le traitement de ce type d'opérations. Ainsi, les instructions de règlement-livraison générées par les OST sont dénouées sur T2S et les informations relatives aux soldes des comptes-titres en sont extraites. Les dépositaires centraux restent toutefois l'acteur incontournable dans la gestion des opérations sur titres ; ils conservent à ce titre leurs plateformes pour la transmission d'annonces, le calcul des droits, la génération des instructions de règlement-livraison sur T2S, etc.

Les CSD offrent également des services entourant les assemblées générales d'actionnaires et ceux relatifs aux fonds d'investissement. Les CSD peuvent ainsi se charger de la transmission des notifications d'assemblées aux intermédiaires financiers et/ou aux investisseurs finaux en fonction des positions détenues dans leurs livres, de fournir un support administratif à la tenue des assemblées (impression des documents, des attestations de participation, etc.), ou d'offrir un service de vote par correspondance (collectes de votes électroniques, d'attestations de participation ou de procurations).

18 Connues sous le nom de *Market Standards for Corporate Actions Processing*. Ces standards ont été légèrement revus en 2012 et actualisés en 2015.

19 Au moment de la rédaction de cet ouvrage, seul le CSD finlandais n'a pas encore, pour des raisons techniques, basculé son règlement-livraison en T2S.

Encadré n° 3 : Les *Market Standards for Corporate Actions Processing*

Les *Market Standards for Corporate Actions Processing* couvrent à la fois les OST sur stocks (c'est-à-dire appliquées en fonction des positions détenues à la date de calcul des positions, la « *record date* ») et les OST sur flux (c'est-à-dire appliquées sur des transactions en cours), aussi appelées « *Transaction Management* ».

Les OST sur stocks comprennent les distributions d'espèces, de titres, les distributions avec options, ainsi que les réorganisations obligatoires et volontaires de titres. Il peut s'agir, par exemple, d'un fractionnement d'actions dans le cadre d'une réorganisation obligatoire ou d'une offre publique d'achat dans le cadre d'une réorganisation volontaire.

Les standards européens définissent des calendriers normalisés pour chacune de ces OST et différentes étapes sont fixées selon la nature de l'OST. En particulier la « *record date* » revêt une grande importance car elle détermine le moment où sont prises en considération les positions titres sur les livres du CSD émetteur pour le calcul des droits aux avantages (tels que le paiement de coupon, la distribution ou la participation aux assemblées générales) attachés à l'OST.

Les OST sur flux comprennent les régularisations sur distributions (en anglais, *market claims*) lorsque les investisseurs n'ont pas reçu correctement la rémunération attachée aux titres détenus, ou encore les transformations (liées aux réorganisations de capital conduisant par exemple à des fusions ou scissions de titres). Les régularisations sur distributions sont mises en place lorsque la personne qui aurait dû bénéficier de l'OST n'a pas reçu la distribution car elle ne détenait pas les titres dans son portefeuille au moment de la *record date*. Cela peut s'expliquer, par exemple, par un retard dans le règlement d'une transaction sur titres, ou par le décalage entre la date de négociation et la date effective de règlement-livraison (à cet égard, le passage de T+ 3 à T+ 2 sur les marchés réglementés a permis de diminuer le nombre de régularisation sur flux). La régularisation consiste dans un tel cas dans un transfert automatique de la distribution vers le bénéficiaire légitime. Plus généralement, les normes européennes en matière d'OST sur flux visent à automatiser le processus de réallocation des titres en limitant l'intervention des différentes parties et en préservant les droits des vendeurs et acheteurs des titres.

1.4.2. La gestion tripartite de collatéral

Dans le cadre de l'offre développée à l'intention des investisseurs, les participants qui le souhaitent peuvent centraliser l'ensemble de leur collatéral disponible en un point unique afin de faciliter la mobilisation des titres remis en garantie, que ce soit auprès de la banque centrale, d'une chambre de compensation ou d'autres intervenants de marché. Une telle centralisation du collatéral présente d'autant plus d'intérêt que certains CSD proposent désormais des services de gestion tripartite du collatéral, ce qui permet également l'automatisation de certaines fonctions de back-office et du règlement-livraison associé aux transactions de *repo*. Concrètement,

la gestion tripartite consiste, à la fois pour le donneur de collatéral (en anglais « *collateral giver* ») et pour le receveur de collatéral (en anglais « *collateral taker* »), à déléguer la gestion des titres venant en garantie de leurs opérations à une tierce partie, en l'occurrence le CSD, qui joue alors un rôle d'agent tripartite. Dans ce rôle, le CSD sélectionne automatiquement, en fonction des préférences exprimées par le participant, les titres détenus par le *collateral giver* et identifiés comme pouvant être utilisés par l'agent tripartite dans ce cadre, répondant aux critères minimaux de qualité fixés par le *collateral taker*.

Dans le cadre de la sélection des titres qu'un receveur de collatéral est prêt à accepter, l'agent tripartite doit donc

définir avec celui-ci les paniers de titres éligibles. Ces paniers ne présentent pas nécessairement des caractéristiques standard et peuvent être individualisés pour chaque client. Ils peuvent également être construits pour refléter des exigences en matière de diversification et de limitation des risques : ainsi, un prêteur d'espèces pourra imposer de ne recevoir que des paniers comprenant au moins 15 émetteurs individuels différents, ou 70 lignes différentes, ou encore prohibant certains secteurs, types d'émetteurs ou types de titres (obligations convertibles, par exemple). En principe, le nombre de paniers potentiels est donc très important.

En pratique, une certaine forme de standardisation est apparue. Par ordre décroissant en termes de qualité de crédit, les paniers de premier rang rassemblent en général les émetteurs souverains au moins dits « *investment grade* » (c'est-à-dire qui bénéficient d'une notation située par exemple entre AAA et BBB sur l'échelle de Standard & Poor's et correspondent à un niveau de risque faible) ainsi que les émetteurs supranationaux ; les paniers de second rang, outre les titres éligibles au premier panier, contiennent d'autres types d'obligations (par exemple des obligations sécurisées (en anglais *covered bonds*)²⁰ ou des obligations bancaires). La possibilité de façonner des paniers en fonction de critères très divers est néanmoins largement utilisée par les contreparties.

Les algorithmes développés par les agents tripartites permettent d'optimiser le placement du collatéral disponible des payeurs de collatéral, afin de bénéficier d'un rendement maximal sur l'inventaire de titres disponibles. Certains CSD proposent également l'utilisation de leur *triparty repo* pour le calcul et la collecte des marges associées aux opérations sur dérivés, y compris pour les dérivés qui échappent à l'obligation de compensation mais sont néanmoins soumis par le règlement européen EMIR à des appels de marge obligatoires entre les contreparties (voir chapitre 11).

1.4.3. Dispositifs de prêts de titres entre participants d'un CSD

Les services de règlement-livraison et de gestion tripartite peuvent inclure la mise en place d'un mécanisme de prêt/emprunt de titres (*securities lending transactions*) visant à permettre à une contrepartie devant livrer des titres financiers qu'elle ne détient pas en portefeuille d'emprunter ces titres pour être en mesure de les livrer subséquentement – et, ainsi, d'éviter un défaut de livraison – et au prêteur des titres d'optimiser les revenus de son portefeuille. Dans ce cas, le CSD ne fournit que l'infrastructure technique permettant à ses participants de conclure entre eux des transactions de prêt/emprunt de titres, sans être lui-même engagé dans ces transactions et par conséquent sans encourir de risque de crédit. Toutefois certains CSD (et en particulier les CSD internationaux – ICSD : voir ci-après, section 4.1) ont développé des services dits de « prêt/emprunt automatique » : un algorithme intègre les prérequis à la fois des « prêteurs potentiels de titres » et des « emprunteurs potentiels de titres » et, sur ces bases, procède à la mise en place automatique (c'est-à-dire sans intervention des acteurs au coup par coup) de prêts de titres si le besoin apparaît dans le système chez un acteur qui s'est préalablement déclaré, et a été accepté par le gestionnaire du système, comme emprunteur potentiel de titres (par exemple pour permettre le déblocage d'une instruction de livraison de titres en suspens).

1.4.4. Services accessoires de type bancaire

Certains CSD dûment agréés et disposant d'une licence bancaire ont la possibilité d'offrir des services de type bancaire qui permettent d'effectuer le règlement-livraison dans une monnaie autre que la monnaie de banque centrale : on dit alors que le règlement s'effectue en « monnaie commerciale ». En pratique il s'agit de la mise à disposition des participants au système de règlement-livraison de comptes espèces ouverts dans les livres du CSD

²⁰ Les obligations sécurisées sont des obligations dont la rémunération et le remboursement en principal sont garantis par un ensemble d'actifs, en général des prêts immobiliers. En France, les banques ont souvent recours à des filiales spécialisées pour l'émission d'obligations sécurisées : sociétés de crédit foncier (SCF) ou sociétés de financement de l'habitat (SFH).

gestionnaire du système. Ce dernier agit donc également comme teneur des comptes espèces et a ainsi la possibilité, en cas de besoin, de fournir à ses participants de la liquidité pour le règlement de leurs opérations. Cette fourniture de liquidité se fait sous la forme quasi-exclusive de crédit de très court terme (crédit intra-journalier) et contre constitution de garanties au profit du prêteur (le CSD gestionnaire du système). Bien évidemment, la conduite d'activités de nature bancaire expose les CSD qui offrent des services de ce type à des risques de crédit et de liquidité additionnels, et expose leurs participants à un risque de contrepartie, c'est-à-dire au risque de ne pas pouvoir disposer de leurs avoirs sur leurs comptes espèces chez le CSD en cas de faillite de ce dernier. En pratique, ce sont les ICSD qui offrent ce service, la grande majorité des CSD n'ayant pas de licence bancaire.

On notera également que certains CSD offrent aussi des services de règlement-livraison dans une devise autre que celle dans laquelle ils effectuent le règlement-livraison en monnaie centrale (par exemple un CSD de la zone euro qui offre aussi du règlement-livraison contre US dollars). Dans ce cas c'est une banque commerciale qui, le plus souvent, assure la tenue des comptes espèces dans la devise concernée.

1.5. Le rôle des CSD dans la mise en œuvre de la politique monétaire

Les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème recourent directement aux CSD de la zone euro pour la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, qui consiste pour les BCN à octroyer du crédit à leurs contreparties contre remise de garanties éligibles (voir chapitre 15 sur le collatéral). L'apport de titres en garantie à une BCN passe par l'inscription de ces titres dans des comptes-titres ouverts par cette BCN auprès d'un CSD, en règle générale le CSD de sa juridiction. À titre d'exemple, la Banque de France reçoit le collatéral titres sur des comptes ouverts à

son nom chez Euroclear France. L'octroi de crédit aux établissements concernés n'aura donc lieu que si ces derniers ont transféré sur le compte titres de la Banque de France un montant suffisant de garanties éligibles.

Lorsqu'un CSD opère en monnaie de banque centrale, c'est-à-dire lorsque la jambe espèces de ses opérations est réglée sur les livres d'une banque centrale, cela permet aux contreparties de bénéficier en outre de crédit intrajournalier auprès de la BCN locale, contre remise de garanties qui sont les mêmes que pour les opérations de politique monétaire. On pourra se référer aux chapitres 1 et 15 pour plus d'informations sur ces sujets.

Les CSD sont ainsi un vecteur important dans la mise en œuvre de la politique monétaire en Europe, ce qui a conduit l'Eurosystème à développer un ensemble de critères d'éligibilité pour les systèmes de règlement-livraison et les CSD qui les opèrent, visant à s'assurer qu'ils répondent à des exigences de sécurité juridique et opérationnelle (cf. chapitre 13).

Dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire unique de l'Eurosystème, une « liste unique » de titres éligibles comme collatéral auprès de l'ensemble des BCN a été définie. Afin que cette harmonisation ne reste pas purement théorique, mais puisse être effectivement mise en œuvre par la remise aux différentes BCN de titres éligibles qui ont été émis dans des CSD autres que ceux de leurs juridictions respectives, l'Eurosystème a activement recherché des solutions pour permettre la circulation des titres d'une juridiction à l'autre. Le manque d'harmonisation technique, juridique, opérationnelle des marchés de la zone euro rendait compliquée la circulation de titres entre CSD, et entraînait donc des coûts élevés d'interopérabilité entre eux. C'est pourquoi l'Eurosystème a d'abord mis en place un système de conservation d'actifs entre BCN (CCBM ou *correspondent central banking model*²¹). De façon plus structurante, afin de faciliter la circulation

21 <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/ccbm/html/index.en.html>. Voir aussi chapitre 15, encadré 5.

effective des titres entre les marchés européens et tout particulièrement au sein de la zone euro (non seulement pour la mise en œuvre de la politique monétaire mais aussi pour le fonctionnement des marchés financiers européens), l'Eurosystème a décidé ultérieurement de lancer le projet T2S (cf. chapitre 14), afin de faciliter le règlement-livraison en monnaie de banque centrale entre CSD (et donc une plus grande efficacité des liens entre ces derniers) et, au final, d'assurer une circulation plus fluide des titres au sein de la « zone T2S ».

Un projet de gestion harmonisée du collatéral au niveau de l'ensemble des banques centrales nationales de l'Eurosystème, ECMS (*Eurosystem collateral management system*) est actuellement en cours d'élaboration, pour un déploiement prévu fin 2022. On pourra se reporter aux chapitres 7 (section 6.4) et 15 (sections 4.2 et 4.3).

2. La réglementation et la surveillance des CSD

En raison de leur importance systémique, les dépositaires centraux ont toujours fait l'objet d'une réglementation et d'une surveillance toutes particulières.

2.1. Types de risques auxquels un CSD est exposé

À l'instar des autres infrastructures de marché, les CSD conduisent une activité essentielle et revêtent une importance systémique pour le bon fonctionnement des marchés financiers qu'ils servent. Les PFMI leur enjoignent donc de se doter de dispositifs visant à les protéger contre les risques qui pourraient les empêcher de remplir correctement leurs fonctions.

- **Le risque juridique** concerne à la fois les CSD et leurs participants. Afin de contenir le risque juridique supporté par les participants d'un CSD, le règlement CSDR impose que les dépositaires centraux de titres disposent

de règles, de procédures et de contrats clairs et compréhensibles pour tous les systèmes de règlement-livraison qu'ils mettent en œuvre et pour tous les autres services qu'ils fournissent. Au-delà de ces aspects purement contractuels, les cadres législatifs nationaux concourent directement à la sécurité juridique des participants. En particulier, chaque État membre de l'Union européenne doit transposer la directive « Finalité »²², qui introduit notamment un régime dérogatoire au droit de la faillite et apporte ainsi une protection accrue aux participants exposés à la défaillance d'un autre participant, jusqu'à la notification de cette défaillance au système de règlement-livraison ou jusqu'à la fin du jour ouvré où cette notification intervient. On pourra se reporter au chapitre 5 pour une description plus détaillée des notions de finalité, et des moments de finalité.

- Le CSD peut également lui-même subir un risque juridique, notamment lorsqu'en tant que CSD investisseur il établit un lien avec un autre CSD (« CSD émetteur »). En effet, l'établissement de ce lien suppose la participation au CSD émetteur, le plus souvent établi dans une autre juridiction dotée d'une législation différente (donc conflits de lois potentiels) et ayant adopté une documentation contractuelle pouvant induire des risques pour les participants. Tous ces éléments juridiques doivent être analysés précisément avant l'établissement d'un lien, afin de s'assurer par exemple que le CSD investisseur pourra si besoin recouvrer les actifs financiers inscrits dans son compte si le CSD émetteur était mis en liquidation, c'est-à-dire que les actifs inscrits dans les comptes titres au nom du CSD investisseur ne peuvent pas être saisis pour le compte du CSD émetteur.
- **Le risque opérationnel** : l'activité des CSD s'appuie sur des systèmes d'information complexes et des ressources humaines spécialisées pour exercer leurs activités. Ils doivent

²² Cf. note n° 26 à la section 2.3.

donc se doter d'un cadre de gestion des risques opérationnels répondant aux normes les plus exigeantes (cartographie des risques, recensement des incidents, mise en place de plans d'actions, gouvernance, etc.) et de plans de continuité d'activité (en particulier dans le domaine informatique) de telle façon que les risques soient correctement suivis et traités.

- **Les risques de crédit et de liquidité** concernent les dépositaires centraux opérant en monnaie commerciale et fournissant des services accessoires de type bancaire, comme l'octroi de crédit intra-journalier. Lorsque des crédits sont octroyés par un CSD à ses participants, cela crée des expositions de crédit sur ces participants tenus de rembourser à brève échéance. Si les durées de ces expositions de crédit sont courtes, elles peuvent être renouvelées quotidiennement en fonction des besoins de liquidité des participants pour pouvoir régler leurs transactions sur titres, et concerner des montants significatifs en lien avec les montants de ces transactions sur titres. Des dispositifs adéquats d'identification, de suivi et de gestion des risques doivent alors être mis en place et les dépositaires centraux concernés doivent également s'assurer de pouvoir disposer de liquidités suffisantes pour pouvoir faire face à tout moment à leurs obligations dans l'ensemble des devises concernées.
- **Les risques économiques généraux**, y compris les pertes résultant d'une mauvaise exécution de la stratégie d'entreprise et de pertes d'exploitation. Les exigences en capital d'un CSD doivent permettre son éventuelle liquidation (en tant que société commerciale et non pas bien sûr en tant que dépositaire central) ou une restructuration ordonnée sur une période d'au moins six mois, en cohérence avec les recommandations du PFMI 15 (*general business risk*). En termes pratiques, les fonds propres du CSD doivent être suffisants pour

lui permettre d'assurer, en toutes circonstances, le paiement de l'ensemble des frais de fonctionnement sur une période d'au moins six mois.

- Enfin, le cas échéant, **les risques associés à la conservation des titres** pour le compte des participants, lorsqu'un CSD a reçu l'autorisation de ses autorités pour offrir la conservation des titres (service « connexe » aux services d'investissement définis sous MiFID 2/MiFIR²³) et lorsque le cadre juridique national prévoit que les droits de propriété sur les titres sont attachés aux comptes-titres tenus par le CSD. Ce dernier, même lorsqu'il offre la conservation de titres, a généralement un positionnement de marché différent des TCC.

Une gouvernance efficace doit permettre de fixer une stratégie cohérente pour le développement des activités du CSD en vérifiant constamment que son exposition au risque n'excède pas l'exposition maximale qui déclencherait la mise en œuvre du plan de rétablissement²⁴ ou, dans une situation plus grave, d'un plan de résolution. Le CSD doit être en mesure d'identifier, de suivre et de contenir les risques auxquels il est exposé. Ses fonds propres doivent être proportionnés à son exposition aux risques, et il doit les investir soit en espèces soit en actifs très liquides comportant un risque de marché et de crédit minimal et qui doivent pouvoir être liquidés à bref délai, avec un effet négatif minimal sur les prix.

2.2. Les normes internationales de surveillance applicables aux CSD

Des normes internationales sur les CSD et SSS ont été publiées en 2001, puis révisées en 2012 et intégrées dans les *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMI, cf. chapitre 18).

Les PFMI ne sont cependant pas directement contraignants dans les différents États; ils servent avant tout de normes de référence sur lesquelles les

²³ Directive 2014/65/CE et règlement 600/2014 « Marché d'Instruments financiers », publiés le 12 juin 2014 au Journal officiel de l'Union européenne. Le dispositif « MIF 2 » est entré en vigueur le 3 janvier 2018 (cf. chapitre 5 section 1.2.2).

²⁴ Plan que tout CSD européen est, selon les exigences du règlement CSDR, tenu d'établir, de mettre en œuvre et de garder opérationnel, afin de disposer d'une politique de continuité de l'activité et de rétablissement après sinistre pour garantir le maintien de ses services, le rétablissement rapide de ses activités et le respect de ses obligations en cas d'événements risquant sérieusement de perturber ses activités.

législations nationales (ou européennes) doivent se fonder pour réglementer l'activité des infrastructures de marché. À la suite de la crise financière de 2008 qui, en dépit de la solidité démontrée par les infrastructures et de leur bonne gestion des situations de crise, a mis en lumière la nécessité de mieux encadrer leurs activités et le fonctionnement des marchés, l'Union européenne a publié en septembre 2014 le règlement CSDR, directement applicable et contraignant pour les CSD européens. D'autres règlements européens ont été adoptés à peu près au même moment pour d'autres types d'infrastructures de marché (règlement EMIR de 2012, révisé en 2019, pour les contreparties centrales et les référentiels centraux de données, règlement BCE en 2014 pour les systèmes de paiement d'importance systémique).

2.3. Le règlement européen CSDR

La réglementation applicable aux activités des dépositaires centraux relevait, jusqu'à une date récente, essentiellement de dispositions nationales ²⁵. En France, les activités d'Euroclear France, dépositaire central de titres et gestionnaire du système de règlement-livraison (ESES ²⁶), étaient ainsi encadrées par les dispositions du Code monétaire et financier et du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Le règlement CSDR, très largement inspiré des PFMI qu'il a vocation à rendre contraignants tout en les complétant d'exigences réglementaires supplémentaires, vise d'abord à renforcer la sécurité et l'efficacité de ces infrastructures. Il introduit à cet effet un certain nombre d'exigences harmonisées dans l'Union européenne, que ce soit pour le fonctionnement des marchés ou les conditions d'exercice des CSD.

En ce qui concerne le fonctionnement des marchés, on peut citer :

- la généralisation de la dématérialisation des titres (effective en France depuis 1984) ou de leur immobilisation,
- à compter du 1^{er} janvier 2023 pour les valeurs mobilières admises à la négociation à compter de cette date et à compter du 1^{er} janvier 2025 pour toutes les valeurs mobilières admises à la négociation quelle que soit leur date d'émission. L'immobilisation est liée à l'obligation d'inscrire en compte toutes les valeurs mobilières négociables sur les marchés réglementés, même lorsqu'elles ont été émises sous forme physique ;
- l'harmonisation de la durée du cycle de règlement, désormais de 2 jours ouvrés au maximum entre la date de négociation J et la date de règlement J+ 2 pour les transactions négociées et exécutées sur des plateformes de négociation ;
- le renforcement de la discipline de marché par des mesures de prévention obligatoire des suspens, des pénalités financières en cas de retard du règlement par rapport à la date de règlement convenue, complétées par une procédure de rachat forcé de titres (*buy-in* en anglais ²⁷) lorsque le retard excède 4 jours – ou 7 jours pour les titres peu liquides ainsi que les titres cotés sur les marchés de croissance des PME ;
- le renforcement des exigences relatives à la maîtrise des risques lors de l'établissement et du maintien de liens entre CSD ;
- le décloisonnement du post-marché en Europe, qui s'articule encore, malgré les progrès déjà réalisés en matière d'harmonisation, autour de « lignes de partage nationales ». Deux mesures importantes devraient concourir à la réalisation de cet objectif :
 - les émetteurs doivent pouvoir faire enregistrer leurs titres dans le CSD européen de leur choix, et non plus nécessairement dans le CSD national, sous réserve du respect de certaines dispositions du droit de leur pays d'origine qui leur est applicable. Cette possibilité était

25 À l'exception toutefois de la directive dite « finalité » de 1998 (directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres) qui établit un régime pour le caractère définitif des règlements dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, et de la directive de 2002 sur les contrats de garantie financière. Ces deux directives ont introduit une harmonisation dans ces domaines à l'échelle de l'Union européenne.

26 ESES (*Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities*) est une plateforme de règlement-livraison partagée par trois dépositaires centraux : Euroclear France, Euroclear Belgium et Euroclear Nederland. Cf. chapitre 13.

27 Procédure de rachat d'office dont l'exécution peut être confiée à une contrepartie centrale pour les transactions compensées ou être organisée dans le règlement des plateformes de négociation.

ouverte en théorie avant l'adoption du règlement CSDR mais très peu utilisée en pratique ; CSDR, en prévoyant explicitement cette possibilité, vise à ouvrir davantage l'activité de « CSD émetteur » à la concurrence entre CSD de l'Union européenne. Ceci devrait permettre en principe aux émetteurs de sélectionner le ou les CSD les plus à même de gérer leurs titres de façon efficiente ;

- plus largement, un CSD peut fournir ses services sur l'ensemble du territoire de l'Union européenne, sous réserve que ces services soient couverts par son agrément. Le CSD doit néanmoins avoir obtenu les « passeports » nécessaires afin d'admettre à ses opérations les titres gouvernés par un droit d'une autre juridiction de l'Union européenne que celui de sa propre juridiction.
- CSDR consacre aussi le droit pour chaque CSD d'avoir accès aux flux de transactions des chambres de compensation jouant le rôle de contrepartie centrale (CCP) et aux plateformes de négociation basées dans d'autres pays européens, pour pouvoir traiter une partie des transactions de ces entités, celles-ci ayant besoin d'un service de règlement-livraison pour matérialiser les changements de propriété des instruments financiers (par exemple suite aux achats-ventes d'actions négociées sur un marché réglementé). Il s'agit d'une mesure forte de libéralisation du post-marché européen, qui vise à « ouvrir » les marchés nationaux du règlement-livraison et ainsi éviter que les monopoles nationaux ne se perpétuent, en particulier dans les pays où des modèles en « silo »²⁸ écartent (ou à tout le moins rendent difficiles) actuellement toute possibilité pour un CSD autre que le CSD domestique de traiter les transactions de la chambre de compensation ou des plateformes de négociation locales. Tout refus de la CCP

ou de la plate-forme de négociation devra ainsi être dûment justifié par une évaluation exhaustive des risques additionnels qu'occasionnerait un tel accès par un CSD « tiers » et ne pourra en aucun cas être motivé par des considérations de nature commerciale. De la même façon, un CSD doit permettre aux CCP et aux plateformes de négociation « non locales » qui en feraient la demande d'accéder à son système de règlement-livraison, et ne peut refuser cet accès que s'il entraîne des risques trop importants.

Le règlement CSDR introduit aussi plusieurs types d'exigences applicables aux CSD :

- un CSD doit, dans toute la mesure du possible, réaliser les opérations de règlement-livraison en monnaie de banque centrale²⁹, sauf dans les cas (peu nombreux) où cela n'est pas possible ;
- des exigences organisationnelles : les CSD sont tenus de disposer de dispositifs de gouvernance solides. Leurs instances dirigeantes doivent être composées de membres justifiant du niveau d'honorabilité et d'expérience requis. Ils ont l'obligation de mettre en place, pour chaque système de règlement-livraison qu'ils gèrent, un comité d'utilisateurs représentant les émetteurs et les participants au système ;
- des règles concernant la conduite des activités sont également introduites. Les dépositaires centraux ont l'obligation de publier les critères de participation à leurs systèmes. Ces critères doivent être transparents, objectifs et non discriminatoires. Les CSD doivent aussi faire preuve de transparence en matière tarifaire ;
- plusieurs exigences, certaines d'entre elles reprenant les PFMI, sont fixées quant aux services fournis par les CSD :
 - la première exigence concerne la vérification de l'intégrité de l'émission.

28 Silo vertical : intégration de la négociation de la compensation et du règlement-livraison d'instruments financiers au sein d'un même groupe capitalistique.

29 Cette exigence ne s'applique toutefois pas aux ICSD (cf. *infra*, au 4.1).

Les CSD sont ainsi tenus de procéder, au moins quotidiennement, à des rapprochements comptables pour s'assurer que le nombre de titres qui composent une émission est égal à la somme des titres enregistrés sur les comptes-titres des participants au système de règlement de titres qu'ils exploitent (cf. section 1.2) ;

- les CSD doivent distinguer leurs avoirs propres de ceux de leurs participants (si nécessaire) et ouvrir à minima un compte titres à chacun de leurs participants directs. Ils doivent de plus proposer différents niveaux de ségrégation des titres en permettant à tout participant de distinguer ses propres titres de ceux de ses clients (et à tout client d'isoler ses avoirs propres de ceux du participant direct du CSD par l'intermédiaire duquel il passe afin d'accéder au système de règlement-livraison du CSD). Au choix des clients d'un participant, ceux-ci peuvent disposer d'un compte-titres particulier dans les livres du CSD (on parle alors de « ségrégation individuelle par client ») ou non (on parle alors de « ségrégation collective des clients » *via* des comptes « omnibus » : cf. encadré de la section 1.2.1 sur les modèles de détention) ;
- les CSD doivent procéder au règlement des transactions, soit en temps réel, soit sur une base intra-journalière, et dans tous les cas au plus tard avant l'expiration de la date de règlement convenue. Les règles permettant d'établir le caractère définitif des transferts de titres et d'espèces doivent être rendues publiques et les moments de l'entrée dans le système et de l'irrévocabilité des ordres de transfert clairement définis. Toutes les transactions donnant lieu à un échange de titres contre espèces doivent être réglées en mode livraison contre paiement (ou DvP – *delivery versus payment* cf. chapitre 13) et, dans toute la mesure du possible, en monnaie de banque centrale (cf. chapitre 1) ;
- les CSD doivent se doter de règles publiques et de procédures de gestion des défaillances de façon à contenir les problèmes de liquidité et à pouvoir continuer à remplir leurs obligations. Ces procédures sont réexaminées et testées régulièrement avec les participants ;
- les CSD doivent rester responsables des services qu'ils externalisent, et obtenir l'accord de leurs autorités compétentes avant d'externaliser un service de base à une entité tierce ³⁰.
- un CSD ne peut fournir des services accessoires de type bancaire ou recourir à un établissement de crédit pour fournir ces services qu'à la condition d'y être dûment autorisé. Pour ce faire, il doit être agréé en tant qu'établissement de crédit au sein de l'Union européenne et obtenir un agrément complémentaire spécifique au regard du règlement CSDR. De cette manière, les CSD autorisés à fournir des services bancaires sont soumis à des exigences en capital supplémentaires et doivent disposer d'un cadre approprié de suivi et de gestion des risques de crédit et de liquidité, y compris intra-journaliers. En particulier, leurs expositions au risque de crédit doivent être entièrement couvertes par du collatéral de qualité ;
- les exigences prudentielles sont déterminées de telle façon que les CSD soient en capacité d'identifier, de suivre et de gérer les risques juridiques, économiques généraux et opérationnels liés à leurs activités, ainsi que les risques découlant de leur politique d'investissement. Des exigences de capital sont ainsi instaurées pour garantir que les CSD disposent d'une couverture adéquate en cas de matérialisation des risques précités, dont le calcul est inspiré de la réglementation bancaire ³¹. À ces exigences en capital s'en ajoutent

³⁰ Sauf lorsque le CSD externalise certains services ou activités à une entité publique et que cette externalisation est régie par un cadre juridique, réglementaire et opérationnel spécifique, qui a été convenu et formalisé conjointement par l'entité publique et le CSD concerné et approuvé par les autorités compétentes sur la base des exigences instaurées par CSDR (en pratique, cela recouvre en particulier l'externalisation à T2S du règlement-livraison par les CSD participant à T2S, dont Euroclear France depuis le 12 septembre 2016).

³¹ Les CSD non autorisés à fournir des services bancaires doivent utiliser la *basic indicator approach* (BIA) pour le calcul des exigences en capital ; les CSD autorisés à fournir des services bancaires peuvent, s'ils y ont été autorisés, avoir recours à l'*advanced measured approach* (AMA) ou à la *standardised approach* (SA).

d'autres, calculées de façon à assurer la liquidation ou la restructuration ordonnée de leurs activités sur une période appropriée d'au moins 6 mois, dans un scénario de crise ;

- des exigences relatives aux liens entre CSD sont aussi définies (cf. chapitre 13) : un « CSD investisseur » peut établir un lien vers un « CSD émetteur » en devenant son participant, de façon à permettre à ses propres participants de traiter des instruments financiers émis par le « CSD émetteur ». Les risques juridiques, opérationnels et financiers pouvant être induits par cette participation à un autre CSD doivent être identifiés et, le cas échéant, maîtrisés.

3. Les CSD français

3.1. Euroclear France

3.1.1. Historique

Au début des années 1990, cohabitaient en France le CSD français (alors dénommé la Sicovam avant son rachat par le groupe Euroclear) et un service de la Banque de France qui faisait office de CSD, avec une segmentation par types de titres entre ces deux acteurs : la Sicovam (et son système Relit, lancé en 1990) pour les valeurs mobilières négociées en bourse, actions, obligations privées et obligations d'État ; la Banque de France (et son système Saturne lancé en 1988) pour les bons du Trésor et dans un second temps l'ensemble des titres du marché monétaire.

La Place de Paris ayant exprimé sa volonté de disposer d'un système unique de règlement de titres, qui permettrait de traiter de façon centralisée l'ensemble des titres émis en France, un accord a été conclu fin 1995 aux termes duquel la Banque de France transférait à Sicovam SA ses activités de règlement-livraison des bons du Trésor et des titres du marché monétaire. En contrepartie, une augmentation de capital de Sicovam SA, réservée à la Banque

de France en rémunération de l'apport de son système Saturne, permettait à cette dernière de passer de 5 % à 40 % du capital de Sicovam. Simultanément, Sicovam annonçait le lancement d'un projet de nouveau système de règlement de titres, appelé Relit Grande Vitesse (ou RGV), effectivement lancé en 1998, qui a permis à la place de Paris de bénéficier dès lors d'une solution technique à l'état de l'art pour tous les titres français. D'autre part, la centralisation de toutes les émissions du Trésor sur un seul système (RGV) a permis de faciliter les arbitrages entre les titres ayant des maturités longues (OAT) et ceux ayant des maturités plus courtes (bons du Trésor).

En 2000, Sicovam SA s'est rapprochée du groupe Euroclear, qui en est devenu l'unique actionnaire après apport par les banques françaises, en échange d'actions Euroclear, de la totalité de leurs parts dans la Sicovam (lesquelles banques françaises avaient préalablement racheté à la Banque de France la part du capital que cette dernière détenait dans la Sicovam). Début 2001, le CSD français est ainsi devenu Euroclear France SA. Il constitue l'un des six dépositaires centraux de titres dits « nationaux » intégrés au groupe Euroclear³² auxquels s'ajoute Euroclear Bank, qui est un dépositaire central de titres dit « international » (ICSD : voir ci-après, section 4.1).

3.1.2. L'offre de services d'Euroclear France

Les services de base

Euroclear France assure, pour le marché français, les trois services de base d'un CSD tels que définis par le règlement CSDR : 1) enregistrement initial des titres dans un système d'inscription en compte³³ (« service notarial ») ; 2) fourniture et tenue centralisée de comptes-titres au plus haut niveau (« service de tenue centralisée de comptes ») ; et 3) exploitation d'un système de règlement de titres (« service de règlement »), en l'occurrence

³² Euroclear France, Euroclear UK & Ireland, Euroclear Nederland, Euroclear Belgium, Euroclear Finland et Euroclear Sweden.

³³ Certains instruments financiers comme les titres de créance négociables (TCN) peuvent cependant, au choix de l'émetteur, être inscrits dans un compte d'émission tenu soit par le dépositaire central, soit par un teneur de compte-conservateur qui agit alors en tant que domiciliataire.

le système ESES (*Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities*). ESES a été développé pour les trois CSD desservant historiquement les marchés Euronext en France, en Belgique et aux Pays-Bas³⁴. Si, juridiquement, trois systèmes ESES sont exploités par trois CSD différents, chacun d'entre eux étant gouverné par le droit du pays dans lequel il est établi, en revanche techniquement, il s'agit d'une plateforme unique, localisée en France.

Les services accessoires

Outre ces trois services de base, Euroclear France offre la grande majorité des services accessoires de type non bancaire listés par CSDR. Ce sont des services liés au service notarial et à la tenue centralisée de comptes, par exemple :

- l'allocation et la gestion de codes ISIN ;
- la gestion des titres nominatifs permettant la mise à jour des registres d'actionnaires ;
- la gestion de registres d'actionnaires, notamment grâce au service d'identification des actionnaires en partenariat avec *Capital Precision* pour rechercher les actionnaires non résidents, et permettre aux émetteurs de mieux connaître leurs investisseurs et ainsi accroître la participation aux assemblées générales ou encore organiser des événements ciblant plus précisément les investisseurs potentiels ;
- l'établissement de liens avec plusieurs marchés, principalement européens. Il s'agit soit de liens directs avec d'autres CSD, soit de liens relayés³⁵ via Euroclear Bank, ceux-ci ayant tendance à être remplacés par des liens directs lorsque le CSD émetteur avec lequel un lien est établi participe également à T2S (les liens relayés d'Euroclear France vers les CSD allemand et italien, Clearstream Banking Frankfurt et Monte Titoli, ont par exemple été remplacés par des liens directs

début 2017). Euroclear France a par ailleurs l'intention de mettre en place de nouveaux liens directs à moyen terme, principalement dans l'environnement T2S, qui permettront aux participants d'Euroclear France de bénéficier de coûts d'opérations inter-CSD équivalents à celui des opérations domestiques. Environ 40 % des titres de dette aujourd'hui en compte chez Euroclear France sont des titres étrangers. À l'inverse, plusieurs CSD étrangers ont ouvert un compte titres auprès d'Euroclear France pour permettre à leurs participants d'avoir accès aux titres émis en France, sans avoir à devenir participants du CSD français ;

- le traitement des opérations sur titres, sur décision de l'émetteur :
 - notification des opérations à venir ;
 - gestion de ces opérations avec, le cas échéant, la distribution d'espèces ou de titres sur les comptes appropriés, et la fourniture d'états de reporting à l'émetteur ;
 - notification d'assemblées générales et services de vote associés en partenariat avec *Broadridge Financial Solutions*. Ce service optionnel lancé en 2013 couvre les actions cotées sur Euronext Paris et Alternext. La notification s'effectue de façon automatisée, soit par l'envoi d'un message au format ISO, soit par l'envoi d'un courrier électronique. Des services de vote électronique et de collecte des attestations de participation et des procurations sont fournis. Dans le contexte de la plateforme T2S, ces services de vote par correspondance pourraient être étendus aux titres paneuropéens. Euroclear pourrait par ailleurs servir de relais pour permettre à des investisseurs étrangers d'utiliser la plateforme sécurisée de vote électronique appelée Votaccess³⁶.

34 Le CSD portugais Interbolsa, qui dessert Euronext Portugal, n'utilise pas le système ESES.

35 Accord contractuel et technique qui permet à un CSD investisseur de détenir, et d'offrir du règlement-livraison sur des titres émis par un CSD émetteur, à travers un compte-titres détenu auprès d'un CSD tiers (« middle CSD »).

36 Voir la publication de l'AFTI du 18 juin 2014 dénommée « VOTACCESS : trois ans de mise en œuvre » : <http://www.afti.asso.fr>

Les services liés au règlement-livraison de titres

Euroclear France propose, à travers sa plateforme SBI, des services de confirmation des avis d'exécution des ordres de bourse entre les intermédiaires financiers récepteurs/transmetteurs d'ordres et les membres de marché chargés de les exécuter ³⁷.

Euroclear France offre également un service de gestion tripartite du collatéral ³⁸; proposé depuis novembre 2011, ce service a été progressivement élargi. Il permet aux participants d'Euroclear France de lui déléguer la gestion quotidienne des actifs déposés comme collatéral auprès de l'Eurosystème (cf. section 1.4 ci-dessus pour une description du *repo* tripartite). Depuis juin 2013, l'intra-opérabilité entre Euroclear France et Euroclear Bank est en place, ce qui permet à un participant d'Euroclear France de recevoir ou de

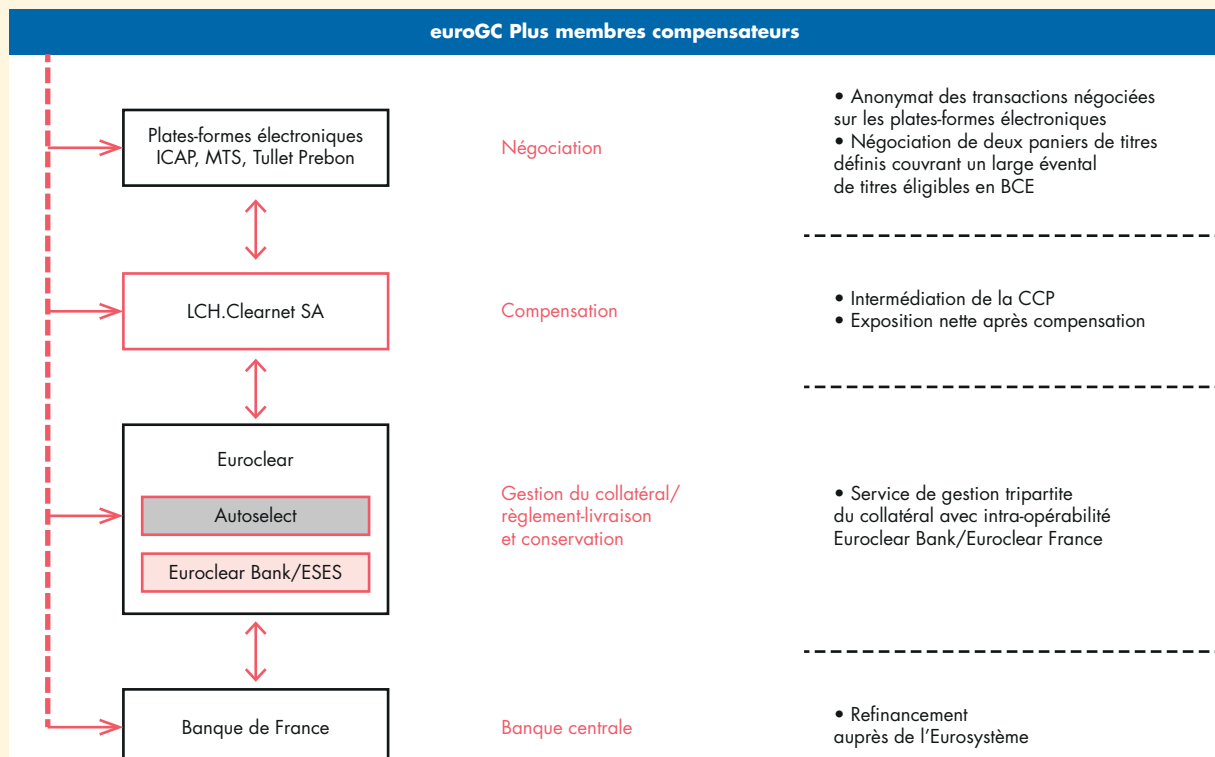
transmettre du collatéral à une contrepartie dont le compte-titres est ouvert auprès d'Euroclear Bank, et vice versa. Le périmètre de titres disponibles pour ce service a été élargi en 2013 et 2014, par le biais de l'établissement de liens relayés, *via* Euroclear Bank, entre Euroclear France et les CSD des marchés allemand, italien, belge, autrichien et grec. Ce périmètre devrait continuer à s'étendre.

Depuis juin 2014, le service de gestion tripartite du collatéral d'Euroclear France a été enrichi d'une offre de *repo* tripartite compensé par la chambre de compensation française LCH SA, appelé €GC Plus. Dans ce cadre, LCH SA apporte sa garantie de bonne fin des transactions et centralise la gestion du risque de défaillance de la contrepartie. Les caractéristiques de ce service sont reflétées dans l'encadré 4. Et depuis juin 2019, Euroclear France offre également un service de prêt de titres tripartite.

37 Dans la mesure où T2S n'intègre pas de fonction de confirmation des négociations, le sous-système SBI est maintenu après la migration d'Euroclear France à T2S, avec la création d'un lien entre SBI et T2S pour générer le dénouement.

38 Cf. Le rapport de surveillance 2017 de la Banque de France, disponible sur son site internet : <https://www.banque-france.fr/sites>

Encadré n° 4 : Schéma descriptif du service €GC Plus (*repo* tripartite compensé)



Euroclear France a mis en place en 2006 une plateforme de routage automatisé et de marquage des ordres de souscription/rachat de parts de fonds entre l'émetteur de l'ordre et l'agent centralisateur. La plateforme envoie également des messages de statut et des messages de confirmation permettant aux différents intervenants de suivre le traitement de leurs ordres. Une grande majorité des fonds français sont éligibles à la plateforme de routage d'ordres, qui prend également en charge les fonds étrangers distribués en France, et permet un traitement automatisé complet (STP ou *straight-through processing*) des opérations sur les fonds. Elle est aujourd'hui largement utilisée : environ 80 % des ordres sur fonds sont traités par la plateforme. Les 20 % restants sont traités en dehors de la plateforme, soit parce que le fonds n'est pas éligible, soit parce que les ordres sont transmis trop tardivement et donnés alors par téléphone. Quelle que soit la manière dont les ordres sont passés (c'est-à-dire *via* la plateforme ou de façon manuelle), le règlement-livraison est effectué *via* la plateforme ESES France³⁹.

Euroclear France entend adapter et étendre son offre de services dans le contexte d'une intégration des marchés financiers depuis sa migration à T2S en septembre 2016, en particulier en étoffant son réseau de liens vers d'autres CSD émetteurs (cf. chapitre 14).

3.2. ID2S

3.2.1. Présentation

ID2S est un nouveau CSD français qui s'est vu délivrer un agrément le 2 octobre 2018 au titre du règlement européen CSDR, pour l'exercice de ses activités sur le périmètre des titres de créances négociables et en particulier des NEU CP (cf. encadré ci-dessous). De plus, depuis le 28 octobre 2018, ID2S est aussi participant à T2S, plateforme paneuropéenne de règlement-livraison.

Détenu majoritairement par le Groupe Orange et constitué sous la forme juridique d'une

société anonyme, ID2S opère un système de règlement et de livraison d'instruments financiers dénommé « *Rooster Securities Settlement System* » (RSSS).

Seul nouvel entrant dans le panorama Européen des dépositaires de titres, ID2S est un dépositaire de nouvelle génération, qui a pu profiter de l'absence de « *legacy* » pour développer des flux qui réduisent au minimum le risque opérationnel du fait de l'absence totale d'interventions manuelles dans le processus de règlement-livraison, assurant un traitement automatisé complet (STP), depuis la phase de négociation des NEU CP jusqu'à celle de leur règlement dans TARGET2 Securities.

ID2S présente en outre la particularité de recourir à la technologie de registre partagé (*Distributed Ledger Technology – DLT*) par l'utilisation d'une blockchain privée (voir chapitre 20, section 2) pour remplir sa fonction notariale.

L'emploi de la blockchain apporte des évolutions dans le domaine du post-marché telles que le caractère infalsifiable de la chronologie des enregistrements grâce à la validation par consensus (« nœuds » de la blockchain) et la possibilité de retrouver une source d'information fiable en cas d'atteinte à l'intégrité des données. La blockchain apporte aussi un niveau de sécurité plus important, par la réplication des données dans les différents nœuds, ce qui paraît plus performant que l'emploi d'une base de données classique.

ID2S est par ailleurs connecté à NowCP, une plateforme multilatérale de négociation qui a le statut d'entreprise d'investissement. NowCP est détenue majoritairement par Orange mais compte également parmi ses actionnaires d'autres acteurs du marché des NEU CP. ID2S permet un dénouement en temps réel à partir d'une négociation exécutée sur la base d'un besoin ponctuel identifié pendant la journée du jour J et non un ou deux jours avant. Depuis août 2019, des émetteurs utilisent NowCP et ID2S pour leurs besoins de financement à court terme.

³⁹ À l'exclusion des fonds de type « épargne salariale » ou dont la distribution est strictement limitée à un établissement.

Encadré n° 5 : les NEU CP

Les NEU CP (« *Negotiable EUropean Commercial Paper* ») sont des billets de trésorerie émis par les entreprises, les institutions financières et les entités du secteur public pour couvrir leurs besoins de financement à court terme. La maturité typique des NEU CP est à court terme, environ 3 mois, avec une maturité maximale d'un an. L'émission est autorisée sur la base d'une documentation financière qui comprend, entre autres, un programme d'émission.

Le marché comprend environ 400 émetteurs et quelques centaines d'investisseurs institutionnels (fonds monétaires, etc.). L'essentiel de l'activité sur les NEU CP se fait sur le marché primaire; les transactions sur le marché secondaire représentent environ 25% des transactions sur le marché primaire.

Le marché des NEU CP offre la possibilité d'une diversification des sources de financement des émetteurs ainsi que des supports de placement à la disposition des investisseurs (en euro et en devises). Ce marché a été réformé le 31 mai 2016 en ligne avec la réglementation européenne et les standards internationaux. Conformément aux dispositions du code monétaire et financier (articles L.213-1 et D.213-1-I et suivants), les titres émis depuis le 1^{er} juin 2016 sont des « titres négociables à court terme » suite aux modifications introduites par la réforme précitée, mais leur dénomination commerciale est NEU CP. L'utilisation de l'une ou l'autre de ces dénominations, juridique ou commerciale, est équivalente.

3.2.2. L'offre de services d'ID2S

L'offre de services d'ID2S s'inscrit dans les possibilités offertes par la nouvelle réglementation. L'ambition d'ID2S n'est pas de répliquer le modèle de dépositaire existant, mais d'offrir des nouvelles opportunités aux émetteurs et aux investisseurs, dans le cadre des objectifs définis par la CMU. ID2S fournit les trois services de base au sens du règlement européen CSDR : service notarial, service de tenue centralisée de comptes et service de règlement. Dans le périmètre de son agrément, ID2S a également la possibilité de fournir quatre services accessoires de type non bancaires (appariement des règlements et transmission des instructions; services liés au traitement des opérations sur titres; service d'assignation et de gestion des codes ISIN; fourniture d'informations et de données et des statistiques).

3.3. L'agrément et la surveillance des CSD

L'agrément et la surveillance d'un CSD sont effectués par l'« autorité compétente » de l'État membre dans lequel le CSD est établi.

L'agrément CSDR revêt un enjeu important pour les CSD européens : si le règlement européen prévoit une « clause de grand-père » qui permet aux CSD existants de continuer à opérer tant que le processus d'agrément n'a pas été conclu, en revanche un refus d'agrément par l'autorité compétente entraîne l'obligation pour le CSD de cesser d'offrir les trois services de base définis par CSDR : service notarial, service de tenue de centralisée de comptes et service de règlement de titres. Concrètement, cela signifierait la cessation de ses activités, définitive ou seulement temporaire si un nouveau dossier est soumis qui lui permet d'être agréé.

Il peut y avoir une ou plusieurs autorités compétentes pour un CSD donné, selon l'organisation choisie par chaque État membre. C'est ainsi que deux « autorités compétentes »⁴⁰ ont été désignées en France (l'Autorité des marchés financiers et la Banque de France), alors qu'une seule autorité compétente a été désignée en Allemagne (la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* ou Bafin). La désignation de ces deux autorités compétentes en France prolonge les

⁴⁰ Cf. chapitre 18 sur le cadre de surveillance.

missions qui étaient dévolues à la Banque de France et à l'AMF avant CSDR, respectivement la surveillance des systèmes de règlement-livraison (désormais ESES France⁴¹ et RSSS) et la supervision des CSD Euroclear France (gestionnaire du système ESES France) et ID2S (gestionnaire du système RSSS).

Par ailleurs, le règlement CSDR introduit un deuxième type d'autorités, les « autorités concernées », c'est-à-dire les autorités responsables de la surveillance du système de règlement de titres exploité par le CSD, et les banques centrales d'émission (de la monnaie centrale utilisée dans ce CSD). Lors du processus d'agrément d'un CSD sous CSDR, les « autorités concernées » de ce CSD peuvent communiquer à l'autorité compétente leur avis (non contraignant) sur les caractéristiques du système de règlement-livraison exploité, et rendre un avis motivé (juridiquement contraignant⁴²) sur l'agrément des éventuels services bancaires qu'un CSD souhaite fournir à ses participants. Des mécanismes de consultation et de coopération entre les différentes autorités sont prévus par le règlement.

Dans le cas d'Euroclear France et d>ID2S, les « autorités concernées » sont : la Banque de France du fait de son rôle de surveillance du système de règlement de titres, et l'Eurosystème, représenté par la Banque de France, en tant que banque centrale d'émission de l'euro, seule devise traitée en Euroclear France et en ID2S. Ce rôle est renforcé en France par le statut d'autorité compétente dévolu par ailleurs à la Banque de France, ce qui permet d'assurer une liaison efficace entre les fonctions traditionnellement assurées par les banques centrales (surveillance du système et banque centrale d'émission en tant qu'autorité concernée) et la supervision réglementaire des CSD français (assurée par l'AMF).

Un mécanisme de coopération entre les États membres d'origine et d'accueil est également prévu lorsqu'un CSD

fournit des services dans plusieurs États, en particulier lorsque les activités du CSD dans l'État membre d'accueil y revêtent une importance qualifiée de « substantielle »⁴³ pour le bon fonctionnement des marchés. Des collèges d'autorités de surveillance peuvent être créés, sur décision de l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

Le règlement CSDR prévoit également une surveillance continue des CSD par leurs autorités compétentes après l'agrément, et doit notamment conduire les autorités à réexaminer au moins annuellement si le CSD reste conforme aux exigences du règlement.

Enfin les CSD de pays tiers peuvent être autorisés à proposer des services dans les pays de l'Union européenne à condition que la Commission européenne ait reconnu l'équivalence du cadre juridique du pays tiers à celui de l'UE et que le CSD ait été reconnu par l'ESMA.

4. Les autres CSD européens et le règlement-livraison hors d'Europe

En Europe, à l'exception notable de l'Irlande⁴⁴, il existe au moins un, voire plusieurs CSD dans chaque pays. On peut ainsi dénombrer une quarantaine de CSD européens, avec une grande diversité à la fois en termes de taille et d'activités, et pour certains une spécialisation sur certaines catégories de titres. Si les deux depositaires internationaux de titres (ou ICSD) occupent une place à part, le paysage des CSD dits « nationaux » est hétérogène et dominé par quelques acteurs dont la taille reflète l'importance des places financières de leur pays d'établissement.

4.1. Les depositaires internationaux de titres ou ICSD

Les deux depositaires internationaux de titres (en anglais, *International central securities depositories* – ICSD), Euroclear Bank (installé en Belgique) et Clearstream Banking (installé au Luxembourg), se sont établis entre la

41 Euroclear France externalise à la plateforme paneuropéenne T2S le règlement-livraison des transactions des participants d'Euroclear France depuis septembre 2016; néanmoins les participants d'Euroclear France gardent une relation contractuelle avec leur CSD à travers le système ESES. La surveillance de la plateforme T2S est quant à elle exercée par l'Eurosystème (la BCE jouant le rôle de surveillant principal ou *lead overseer*), et par une instance coopérative rassemblant l'ensemble des banques centrales et les autorités de marché des juridictions où un CSD au moins participe à T2S, ainsi que la BCE et l'ESMA.

42 Lorsque l'autorité compétente d'un CSD reçoit un avis motivé négatif et souhaite néanmoins accorder l'agrément, elle doit dans les 30 jours rédiger un avis motivé répondant aux objections des autorités consultées. En cas de désaccord persistant, une autorité consultée peut saisir l'ESMA qui contrôlera la conformité de la décision finale prise par l'autorité compétente.

43 En pratique, on considère qu'un CSD a acquis une « importance substantielle » dans un autre État membre lorsqu'il représente plus de 15 % de l'activité de service notarial/de maintenance de comptes titres au plus haut niveau, ou plus de 15 % de l'activité de règlement-livraison dans cet État, que ce soit d'un point de vue émetteurs ou d'un point de vue participants.

fin des années soixante et le début des années soixante-dix au moment où se sont fortement développées, essentiellement en Europe, des émissions de titres financiers destinés aux investisseurs internationaux mais ayant pour particularité d'être libellés dans une devise autre que celle de leur pays d'émission : les euro-émissions ou « *Eurobonds* »⁴⁵.

Initialement, ceux sont les euro-émissions en USD par des émetteurs américains à destination d'investisseurs européens qui se sont tout particulièrement développées ; la base d'investisseurs des *Eurobonds* s'est progressivement élargie du fait de leur affranchissement des règles applicables sur les différents marchés nationaux. Les *Eurobonds* échappent en effet aux législations nationales des juridictions d'établissement des émetteurs comme des juridictions d'établissement des ICSD (réglementations de marché, cadres contractuels en vigueur sur les marchés nationaux d'obligations, etc.). Aujourd'hui, le marché des *Eurobonds* est de loin le plus grand marché international de capitaux : il regroupe les émissions d'obligations visant spécifiquement une distribution transfrontalière en touchant des investisseurs aussi bien asiatiques qu'américains ou européens notamment.

Ces titres financiers sont émis sous la forme d'un ou de plusieurs certificats physiques. Ils étaient jusqu'à une époque récente conservés dans les coffres de banques (« *registrars* » ou « *common depositories* » dans le cas des ICSD, qui recouraient à une même banque dépositaire lorsque tous les deux intervenaient dans le processus d'émission d'un même titre) ; de ce fait, les ICSD n'avaient pas de relation directe avec l'émetteur. Cette situation a évolué mi-2006, lorsque le processus d'émission des *Eurobonds* les plus couramment utilisés a changé, permettant l'établissement d'une relation contractuelle directe entre les émetteurs et les ICSD. Depuis, les émetteurs déposent leurs certificats physiques d'émission auprès des ICSD, et les registres des ICSD sont considérés

comme la source faisant foi pour déterminer à la fois les montants émis et les montants en circulation.

L'immobilisation des titres permet aux ICSD de les inscrire comptablement dans leurs systèmes, et de les offrir au règlement-livraison en évitant un échange physique de certificats. Cette fonction centralisatrice par laquelle les ICSD immobilisent et facilitent le règlement-livraison des *Eurobonds* constitue toujours une partie importante de l'activité des dépositaires centraux internationaux. Aujourd'hui encore, les deux ICSD concentrent une grande partie des émissions d'*Eurobonds* même si celles-ci se développent chez certains CSD. En particulier, Euroclear France est depuis quelques années émetteur d'*Eurobonds*, grâce à la mise en place en France, en 2000, des programmes EMTN (*Euro Medium Term Note*) de droit français ou étranger. L'encours d'*Eurobonds* émis chez Euroclear France reste néanmoins nettement moins important que celui des ICSD.

Euroclear Bank et Clearstream Banking Luxembourg ont rapidement acquis une taille critique liée à la croissance du marché des *Eurobonds*. Les caractéristiques juridiques et fiscales de ces titres leur donnent un statut à part en Europe. Le développement de leur activité de CSD émetteur s'est accompagné de celle liée au règlement-livraison sur ces titres. Du fait de leur clientèle internationale, les deux ICSD ont, en tant que « CSD investisseurs », développé un réseau de liens très étoffé avec d'autres CSD dans le monde, et facilité ainsi l'accès indirect par les investisseurs de nombreux pays aux services proposés, complémentaire d'un accès direct. Ces liens leur permettent ainsi de fournir des services pour des titres plus « classiques », que ce soient des actions ou des obligations, qui sont en compte chez eux après avoir été transférés *via* des liens établis avec des CSD émetteurs. Ils disposent ainsi de la possibilité d'offrir des services d'intermédiation, en concurrence avec les conservateurs globaux (*global custodians*, banques spécialisées

44 Le système de règlement-livraison qui dessert le marché irlandais est, pour l'heure, exploité par Euroclear UK & Ireland juridiquement établi au Royaume-Uni sur la même plateforme technique qui dessert le marché UK. Dans la perspective du Brexit, il est prévu que les titres non souverains, actuellement traités par EUI, soient transférés à Euroclear Bank (les titres souverains sont quant à eux traités par Euroclear Bank depuis 2000).

45 Le marché des *Eurobonds* s'est développé à partir des années 60 pour les émissions en dollar des États-Unis sous l'effet notamment des contraintes réglementaires entravant les activités financières entre les États et des taxes frappant les investisseurs sur le territoire américain.

dans l'activité de conservation avec une couverture internationale très large) et certains CSD, vis-à-vis d'un grand nombre de marchés étrangers. Les deux ICSD représentent aujourd'hui environ la moitié du règlement-livraison en Europe et de la valeur des titres détenus par des CSD établis en Europe ⁴⁶. Cette concentration élevée reflète la centralisation des titres par les investisseurs, de pays tiers, et dans une moindre mesure européens, cette centralisation apportant des avantages importants dans la gestion de leur liquidité et de leurs actifs.

Le règlement-livraison des *Eurobonds* étant par construction difficile en monnaie de banque centrale car ils sont libellés majoritairement dans des devises autres que l'euro et échangés entre des acteurs n'ayant, pour une partie importante d'entre eux, pas d'accès direct à une banque centrale de la zone euro, les deux ICSD ont obtenu des agréments bancaires afin de pouvoir accorder eux-mêmes du crédit intrajournalier à leurs participants, et ainsi fluidifier le règlement-livraison en permettant l'apport de liquidité au système. Dès leur origine, les ICSD ont ainsi combiné des fonctions de dépositaire central de titres avec des services bancaires. Ils sont aujourd'hui supervisés non seulement en tant que CSD, mais également en tant qu'établissements de crédit.

L'octroi de crédit intrajournalier passe par la mise à disposition de comptes espèces permettant le règlement des transactions sur titres. L'octroi par les ICSD de crédit intrajournalier (*intraday*) ou au jour le jour (*overnight*) aux participants pour faciliter le règlement de leurs achats de titres s'inscrit dans cette même logique. Euroclear Bank comme Clearstream Banking Luxembourg offrent aujourd'hui des services de gestion tripartite de collatéral et ont mis en place des programmes automatisés de prêts/emprunts de titres pour lesquels ils se portent garants vis-à-vis des prêteurs de titres si ceux-ci ne leur étaient pas restitués à la date convenue. Les services de nature bancaire offerts par les ICSD permettent

donc le règlement-livraison de titres en monnaie commerciale. Ils sont toutefois soumis à des risques additionnels de crédit et de liquidité auxquels ne sont pas soumis les dépositaires centraux nationaux qui effectuent le règlement-livraison en monnaie de banque centrale.

Si les ICSD sont les exemples les plus emblématiques de CSD opérant en monnaie commerciale, il ne s'agit toutefois pas de leur domaine réservé : à titre d'exemple, Clearstream Banking Frankfurt, le CSD allemand, exploite en fait deux systèmes de règlement-livraison, l'un en monnaie de banque centrale et l'autre en monnaie commerciale. Le système en monnaie commerciale de Clearstream Banking Frankfurt est techniquement opéré sur la même plateforme que celui de Clearstream Banking Luxembourg, ce qui permet une circulation très fluide des titres entre les participants du CSD allemand et de l'ICSD luxembourgeois. Il est essentiellement destiné aux titres non allemands détenus par des clients de CBF.

4.2. Les « CSD nationaux » en Europe

La quasi-totalité des pays européens disposent d'au moins un CSD établi dans leur juridiction, afin de desservir le marché national des titres. Dans la plupart des pays, un seul CSD gère l'ensemble des instruments financiers traités sur le marché mais dans certains cas, plusieurs CSD coexistent avec par exemple une spécialisation par catégories de titres.

La taille d'un CSD reflète donc assez largement celle du marché desservi, les plus importants en termes de montants réglés-livrés étant Euroclear UK & Ireland au Royaume-Uni, Euroclear France, Clearstream Banking Frankfurt en Allemagne, Monte Titoli en Italie et Iberclear en Espagne. Les activités sont donc très concentrées : selon l'ECSDA (*European central securities depositories association*), à fin 2016 les deux ICSD et les trois CSD les plus importants concentraient 76 % des 50,4 trilliards d'euros de titres en détention

⁴⁶ Dernières données disponibles – 2018, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports>.

dans des CSD de l'Union européenne. Les cinq CSD nationaux les plus importants ont, ensemble, une taille comparable à celle des deux ICSD pris dans leur globalité. Pour plus de détails ou des données mises à jour sur les activités des CSD établis en Europe, on pourra se reporter au site internet de l'ECSDA qui publie des statistiques mises à jour annuellement ⁴⁷.

4.3. Les CSD ailleurs dans le monde : l'exemple des États-Unis et du Japon

Deux systèmes co-existent aux États-Unis. La Réserve fédérale a mis en place un système de règlement-livraison, appelé *Fedwire securities*, pour les titres d'État émis par le Trésor des États-Unis ainsi que par les agences gouvernementales, les entités « sponsorisées » par le gouvernement et certaines organisations internationales. Les titres sont émis et enregistrés de façon électronique par *Fedwire securities*, et offerts au règlement-livraison (soit en franco de paiement, soit en livraison contre paiement) selon des modalités très comparables à celles des systèmes exploités en Europe (modèle de détention indirecte, la participation directe à *Fedwire securities* étant réservé aux banques dépositaires et à certaines institutions telles que le Trésor américain, avec tenue centralisée de comptes associée). Un acteur privé DTC (the Depository Trust Corporation,

filiale du groupe Depository Trust & Clearing Corporation) offre également des services d'émission, de tenue centralisée de compte et de règlement-livraison sur d'autres catégories de titres : actions listées, obligations listées émises par des entreprises et des communes, instruments de marché monétaire, billets de trésorerie, etc. Les participants de DTC doivent régler leurs soldes nets en fin de journée, en recourant le cas échéant à une banque de règlement qui enverra les ordres dans un système opéré par la Réserve fédérale (le *National Settlement Service*); cette banque de règlement doit par conséquent être membre de ce système.

Au Japon, JASDEC assure le rôle de CSD sur les instruments financiers émis par le secteur privé (actions listées ou non, obligations convertibles listées ou non, ETF, parts de fonds immobiliers, billets de trésorerie, obligations émises par les entreprises, etc.) et public (obligations émises par les communes, obligations « FILP » émises par le gouvernement japonais mais non comptabilisées dans la dette nationale japonaise, obligations émises par des émetteurs non résidents – « *Samurai bonds* » libellés en yens et « *Shogun bonds* » libellés dans une autre devise, etc.). Les titres sont émis et transférés sous forme dématérialisée, dans un modèle de détention indirecte des titres.

47 <https://ecsd.eu/facts>

