

CHAPITRE 10
–
LE POST-MARCHÉ ET
LES INFRASTRUCTURES
DE MARCHÉ

INTRODUCTION

Le post-marché ou *back office* titres recouvre toutes les entités chargées de la gestion administrative des opérations négociées sur les marchés financiers par les opérateurs de *front office*.

Le post-marché intervient sur toute la chaîne de traitement des opérations qui ont lieu après la phase de négociation des ordres et qui assurent le paiement et le transfert de propriété des titres.

Les titres échangés sont inscrits sur le compte de l'investisseur en même temps que dans les livres de la banque centrale des titres, dite dépositaire central.

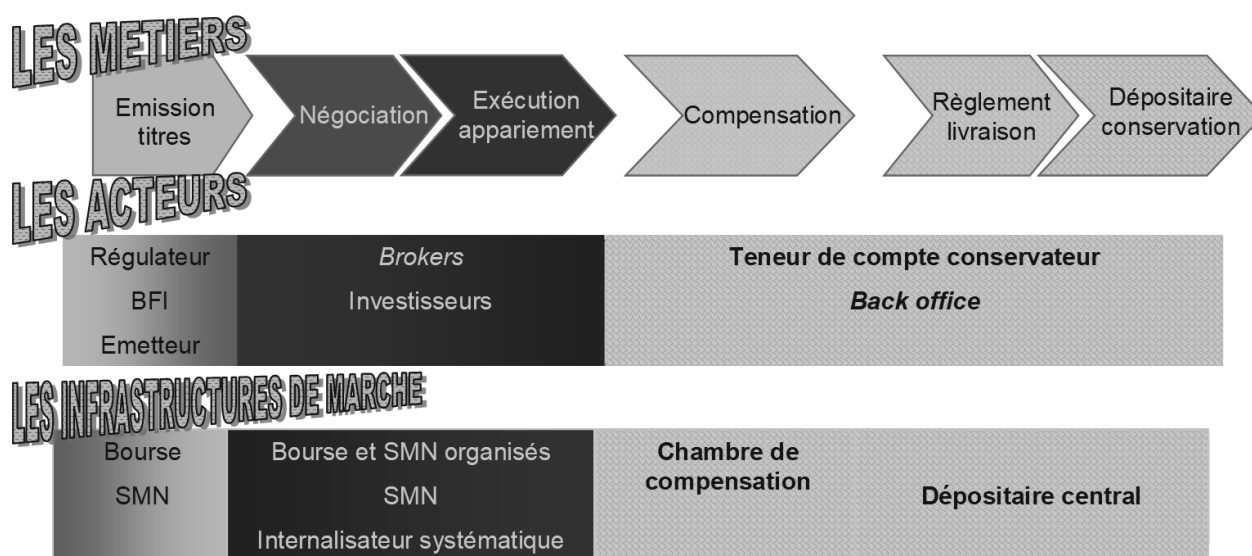
Les activités de post-marché qui se font sur le marché réglementé (bourse) ou de gré à gré (OTC, *over the counter*) sont les suivantes :

- la compensation quelle que soit la nature du marché, réglementé ou de gré à gré ;
- la livraison des titres et le règlement des espèces pour le compte des investisseurs pour le dénouement des transactions ;
- la conservation des titres dans les comptes des investisseurs ;
- l'administration de la vie des titres inscrits au compte des investisseurs (opérations sur titres, fiscalité).

Les activités de post-marché sont régulées au niveau national par le Code monétaire et financier, le Règlement général de l'AMF et la Banque de France. Au niveau européen, plusieurs règlements encadrent les activités.

Le schéma ci-dessous donne une représentation synthétique de l'ensemble de la chaîne titres.

LE PAYSAGE BOURSIER



SOMMAIRE DU CHAPITRE



LES ACTEURS NATIONAUX ET INTERNATIONAUX, LA TENUE DE REGISTRE, LA GESTION DU PASSIF DES FONDS453

- 1. Le dépositaire central453
- 2. Le sous-conservateur454
- 3. Le conservateur local (*local custody*)454
- 4. Le dépositaire d'OPC454
- 5. Les transporteurs de messages et diffuseurs de données454
- 6. La chambre de compensation455
- 7. Les négociateurs455
- 8. Les teneurs de compte conservateur (TCC)455
- 9. L'agent de transfert.....456
- 10. La tenue de registre et le service aux émetteurs456

Pour aller plus loin458



L'ORGANISATION DES ACTIVITÉS DU POST-MARCHÉ, LE RÈGLEMENT- LIVRAISON, LA COMPENSATION, LA RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE459

- 1. L'organisation des activités de post-marché459
- 2. La compensation (*clearing*)459
- 3. Le règlement-livraison462
- 4. La « blockchain » et la désintermédiation du post-marché465

Pour aller plus loin466



LES ACTEURS NATIONAUX ET INTERNATIONAUX, LA TENUE DE REGISTRE, LA GESTION DU PASSIF DES FONDS

Les principaux acteurs intervenant dans le domaine du post-marché pour le bon fonctionnement du règlement des transactions sont :

- le teneur de compte conservateur (TCC) qui reçoit et traite l'ordre du client et tient son compte titres ;
- la bourse où s'effectue la négociation des opérations ;
- la chambre de compensation qui effectue le *netting* ;
- le dépositaire central pour la phase règlement-livraison des titres.

L'AMF agréée les infrastructures de marché (les bourses organisées, les systèmes multilatéraux de négociation organisés ou non, le dépositaire central et les chambres de compensation). Celles-ci garantissent la fiabilité des transactions.

La sécurisation des données est assurée par la société SWIFT via l'utilisation de messages sécurisés.

La circulation d'un ordre de bourse est détaillée dans ce chapitre, se reporter à *L'organisation des activités de post-marché*.

1. LE DÉPOSITAIRE CENTRAL

1.1. Définition

Le dépositaire central est l'acteur qui relie les émetteurs de titres habilités et leurs investisseurs via leurs teneurs de compte conservateur, adhérents. Il assure la gestion du système de règlement-livraison.

1.2. Rôles et responsabilités

Le dépositaire central assure trois fonctions :

- **enregistrer les titres en circulation** émis par les émetteurs et **les opérations effectuées sur ces titres** au compte des établissements de crédit qui en sont membres ;
- **s'assurer, à tout moment, que la quantité des titres portés au compte de l'émetteur corresponde au nombre de titres présents sur les comptes des intermédiaires teneurs de compte** (cf. notions de sous-conservateur et teneur de compte conservateur) ;
- **maintenir un lien permanent** avec la **banque centrale pour assurer les transferts de « monnaie banque centrale »** en cours de journée²¹⁴.

Le dépositaire central ne gère pas les comptes clients détenus par les teneurs de compte conservateurs mais ceux de ces derniers ouverts chez lui.

1.3. Principaux acteurs

En règle générale, chaque État membre de l'Union européenne dispose d'un dépositaire central. En Europe, on trouve deux principaux acteurs assurant la fonction de dépositaire central :

- **le groupe Euroclear** (France, Belgique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Irlande, Suède, Finlande et Euroclear Bank) ;
- **Clearstream** (Allemagne, Luxembourg).

²¹⁴ Les règlements imputés dans les comptes de la Banque centrale, dits « en monnaie banque centrale » sont irrévocables.

En France, la fonction de dépositaire central est assurée par Euroclear France dans les conditions définies par l'article 550-1 du Règlement général de l'AMF.

Aux États-Unis, il n'y a qu'un seul dépositaire central, la **DTCC** (*Depository trust and clearing corporation*). Depuis l'ouverture à la concurrence voulue par la Directive sur les Marchés d'instruments financiers, la DTCC s'est installée en Europe comme dépositaire de quelques systèmes multilatéraux de négociation.

2. LE SOUS-CONSERVATEUR

Un teneur de compte conservateur qui n'aurait pas choisi d'adhérer, en direct, aux opérations du dépositaire central et qui n'a donc pas de compte ouvert chez lui, doit obligatoirement ouvrir un compte chez un autre TCC, lui-même adhérent direct et qui assurera la relation avec les systèmes de Place.

Le sous-conservateur est un relais du dépositaire central. Il a les mêmes rôles et responsabilités.

3. LE CONSERVATEUR LOCAL (*LOCAL CUSTODY*)

Bien souvent, un teneur de compte conservateur français confiera la conservation d'instruments financiers à l'étranger à un établissement financier installé dans le pays concerné.

On peut également rencontrer le cas où le client du teneur de compte conservateur français choisit lui-même le conservateur local.

4. LE DÉPOSITAIRE D'OPC

Le dépositaire d'OPC (on parle aussi de dépositaire de fonds) conserve les actifs de l'organisme de placement collectif et s'assure de la régularité des décisions de l'OPC.

À compter du 22 juillet 2013 (date d'entrée en vigueur de la Directive sur les Gestionnaires de fonds alternatifs – AIFM *directive*), il devra également surveiller les mouvements de liquidités de tous les fonds relevant de cette Directive.

De plus, l'AMF définit les attributions du dépositaire d'OPC (Pour les détails, se reporter au Chapitre 8, *La gestion collective / la gestion pour compte de tiers*).

5. LES TRANSPORTEURS DE MESSAGES ET DIFFUSEURS DE DONNÉES

La tendance actuelle est à l'uniformisation des formats d'échange entre les acteurs du post-marché dans le but d'automatiser les traitements des ordres (STP, *Straight through processing*) et de réduire les risques associés.

Les prestataires de diffusion de données, en facilitant l'accès aux informations, notamment sur les opérations sur titres (OST), contribuent à accroître l'automatisation des processus d'échange entre acteurs du post-marché.

Les principaux acteurs sont la société SWIFT, SIX Telekurs, Bloomberg et Reuters (cf. dans le Chapitre 9, *Les sources de données de marché*) :

- SWIFT (*Society for worldwide interbank financial telecommunication*) est le principal réseau de communication utilisé par les acteurs de marché pour les opérations financières. Les messages SWIFT sont structurés selon le type d'informations échangées ;
- SIX Telekurs permet aux acteurs du post-marché d'avoir une source d'information centralisée sur les titres financiers (OST, cours, informations OPC).

La normalisation des standards et protocoles est assurée par l'*International organization for standardization* (ISO) au plan mondial.

6. LA CHAMBRE DE COMPENSATION

Une chambre de compensation est un organisme national ou international qui assure la protection contre la défaillance des contreparties, aussi bien acheteuses que vendeuses, dans une transaction boursière en étant la contrepartie centrale (*netting* des flux permettant aux membres adhérents de recevoir le solde net en espèces et en titres).

Les chambres de compensation interviennent sur les marchés organisés (au comptant et à terme).

Dans le processus de traitement des transactions sur les ordres de bourse, la compensation intervient avant l'étape de règlement-livraison (cf. dans ce chapitre, *L'organisation des activités du post-marché, le règlement-livraison, la compensation*).

Les principaux acteurs en Europe sont LCH SA, Eurex Clearing, Euro CCP.

7. LES NÉGOCIATEURS

(Voir aussi dans le Chapitre 1, *L'organisation de place et les associations professionnelles*.)

■ Définition

Les négociateurs sont des entreprises d'investissement. Ils ont reçu un agrément de l'AMF.

L'accès aux marchés permet aux entreprises d'investissement la négociation d'instruments et contrats financiers pour leur compte propre ou pour le compte de tiers. Les négociateurs pour compte de tiers sont aussi appelés *brokers*.

8. LES TENEURS DE COMPTE CONSERVATEUR (TCC)

8.1. Définition

La tenue de compte-conservation est un service connexe aux services d'investissement.

En France, le teneur de compte conservateur est un prestataire de services d'investissement, établissement de crédit ou entreprise d'investissement, agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, chez qui les investisseurs ouvrent un compte d'instruments financiers. Le cas échéant, un compte espèces est rattaché au compte titres ouvert.

8.2. Rôles et responsabilités

Le Règlement général de l'AMF définit les fonctions de cet acteur-clé. Pour les instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central et pour les parts ou actions d'organisme de placement collectif :

- le teneur de compte conservateur **inscrit en compte des instruments financiers au nom de leur titulaire**. Cela passe par la gestion des transactions et des transferts de titres d'un compte à l'autre ;
- le teneur de compte conservateur apporte tous ses soins à la conservation des instruments financiers et **veille, à ce titre, à la stricte comptabilisation des instruments financiers et de leurs mouvements** dans le respect des procédures en vigueur. Le TCC apporte également tous ses soins à faciliter l'exercice des droits attachés à ces instruments financiers ;
- le teneur de compte conservateur a pour **obligation d'informer ses clients** des opérations sur titres en cours, et **de réaliser les opérations sur titres** après réponse des clients. Il leur communique également toutes les informations particulières relatives aux OPC détenus ;
- le teneur de compte conservateur ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés, ni en transférer la propriété **sans l'accord exprès de leur titulaire**. Il organise ses procédures internes de manière à garantir que tout mouvement affectant la conservation d'instruments financiers pour compte de tiers qu'il a en charge, est justifié par une opération régulièrement enregistrée dans un compte de titulaire²¹⁵ ;

²¹⁵ Afin d'éviter un défaut de livraison, le teneur de compte peut emprunter des titres.

- le teneur de compte conservateur précise dans la **convention passée avec ses clients** les dispositions prévues en matière de prévention et de gestion des cas de non-livraison de titres (contrôle de provision titres et/ou espèces, prêt / emprunt de titres, prêt d'espèces...) ;
- le teneur de compte conservateur reçoit de l'émetteur, via le dépositaire central, les provisions espèces nécessaires **pour régler les dividendes, des intérêts et des remboursements** sur les titres de ses clients ;
- le teneur de compte conservateur **a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte dans ses livres**. Si ces instruments n'ont pas d'autre support que scriptural, le teneur de compte conservateur responsable de leur inscription en compte les vire au teneur de compte conservateur que le titulaire désigne. Ce virement est effectué dans les meilleurs délais, sous réserve que le titulaire du compte ait rempli ses propres obligations ;
- sans préjudice des dispositions comptables prévues, le teneur de compte conservateur s'assure que sont distingués (ségrégués), dans les livres du dépositaire central ou des dépositaires centraux auxquels il adhère, les avoirs de ses clients, y compris ceux des OPC dont il est dépositaire et ses avoirs propres ;
- lorsque le teneur de compte conservateur recourt aux services d'un mandataire, il s'assure de la mise en œuvre dans les livres du mandataire de la même distinction ;
- le teneur de compte conservateur **gère la fiscalité liée à la détention de titres pour le compte des investisseurs** et met à leur disposition un imprimé fiscal unique (IFU) en fin d'exercice fiscal.

9. L'AGENT DE TRANSFERT

Dans les pays anglo-saxons, les prestataires proposant le service de tenue du passif pour les fonds sont appelés agents de transfert (*transfer agents*).

Ils assurent la collecte et la centralisation des ordres de souscription / rachat ainsi que la tenue du registre nominatif des fonds. Ils proposent également la tenue des positions des distributeurs externes afin d'effectuer le calcul et le paiement des commissions de distribution ainsi que le *reporting* associé.

10. LA TENUE DE REGISTRE ET LE SERVICE AUX ÉMETTEURS

10.1. Tenue de registre (nominatif pur / administré)

■ Tenue de registre des titres détenus « au porteur »

Les titres détenus « au porteur » sont inscrits dans les livres du teneur de compte conservateur **sans information complémentaire sur le porteur** auprès de l'émetteur.

Les sociétés ayant dans leurs statuts la possibilité de recourir au titre au porteur identifiable (TPI) ont la possibilité de connaître, à la demande et à un instant donné, la composition de l'actionnariat au porteur.

Pour les OPC, la procédure d'identification est applicable nonobstant l'absence de stipulation spécifique dans les statuts ou règlements. Elle est exercée soit directement auprès des établissements teneurs de compte conservateurs, soit par l'intermédiaire du dépositaire central.

■ Tenue de registre des titres détenus « au nominatif »

La société émettrice des titres connaît l'identité de l'actionnaire, en continu, dans le cas des titres détenus « au nominatif ». **La fonction de tenue de registre nominatif** peut être **assurée par l'émetteur lui-même ou déléguée à un teneur de registre** qui est généralement un établissement financier.

On distingue :

- la tenue de registre nominatif pur : la société émettrice des titres conserve, dans ses livres, la garde des titres et en assure l'administration. Elle assure donc les missions et responsabilités d'un teneur de compte conservateur. L'investisseur ne paie pas de droit de garde dans ce cas-là ;

- la tenue de registre nominatif administré : l'administration des titres est déléguée à un teneur de compte conservateur mais les titres restent inscrits dans les livres de la société émettrice ;
- la tenue de registre est obligatoire pour les OPC non enregistrés chez un dépositaire central et pour les dispositifs d'épargne salariale. Dans les pays anglo-saxons, les sociétés proposant une prestation de tenue de registre pour les OPC sont appelées **agents de transfert**.

■ Tenue de registre des titres détenus via une chaîne de blocs (*blockchain*)

Pour les titres détenus via une *blockchain*, la responsabilité du registre est **distribuée** sur la communauté des participants à la *blockchain*.

La chaîne de blocs est une technologie qui a vu le jour en 2008 avec la création du Bitcoin. Elle est fondée sur une chaîne sécurisée et inaltérable de transactions regroupées par blocs. Elle permet pour les actifs numériques sans réel émetteur, comme le Bitcoin et autres crypto-devises, de décentraliser la responsabilité de la tenue de registre en la distribuant sur la communauté des participants à la *blockchain*.

En permettant de décentraliser la responsabilité de l'enregistrement des transactions, cette technologie apparaît donc comme une remise en cause potentielle du rôle de certains tiers de confiance comme le dépositaire central pour l'attestation du nombre de titres émis et le teneur de compte conservateur pour l'attestation du nombre de titres détenus par les clients.

Depuis l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017, entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2018, il est possible d'émettre et de transférer la propriété de certains types d'instruments financiers (actions et obligations non cotées, titres de créance négociables, actions / parts d'OPC) en utilisant la technologie *blockchain* dénommée dans le texte de « dispositif d'enregistrement électronique partagé » (DEEP).

Par ailleurs la loi PACTE du 22 mai 2019 a précisé la notion d'actifs numériques qui comprend désormais non seulement les crypto-devises mais également le résultat des opérations de *crowdfunding* réalisées dans les dispositifs d'enregistrement électronique partagés, matérialisé par des *utility tokens* qui sont des actifs numériques donnant à leur détenteur un droit d'usage (droit de disposer à terme d'un produit ou d'un service). (Se reporter également dans ce chapitre, *L'organisation des activités de post-marché*.)

10.2. Autres services aux émetteurs

Les services aux émetteurs sont assurés par des établissements financiers qui prennent en charge les fonctions suivantes, en sus de la tenue de registre :

- **centralisation des opérations sur titres** (OST), interface entre émetteurs et teneur de compte conservateur, **intermédiation auprès des autres établissements financiers et des actionnaires** en vue de l'organisation et de la tenue **des Assemblées générales** ;
- **structuration et mise en place de plans de *stock-options*** ;
- **administration de l'épargne salariale**.

■ L'émergence d'une solution électronique de vote par correspondance des actionnaires en Assemblée générale

En 2011, pour la première fois en France, une solution de vote par correspondance électronique, VOTACESS, labellisée par le pôle de compétitivité mondial Finance Innovation, a vu le jour. Cette initiative vise à faciliter l'exercice effectif du droit de vote par correspondance des actionnaires – inclus dans la Directive sur l'Exercice des droits de vote des actionnaires. Les objectifs de cette Directive ont été repris dans les recommandations de l'Autorité des marchés financiers. Un décret du 9 novembre 2011 a autorisé expressément les émetteurs à recourir aux communications électroniques.

Le vote par correspondance électronique répond aux attentes des actionnaires, des sociétés émettrices et des régulateurs. La solution mise en œuvre, facilite l'accès sécurisé au vote, que les actionnaires soient résidents ou non, particuliers ou institutionnels, et ce quel que soit le mode de détention des titres (au porteur ou au nominatif).

L'actionnaire transmet ses instructions de vote par correspondance en se connectant au site Internet sécurisé de son teneur de compte qui vérifie la capacité de son client à voter puis le dirige instantanément sur le site automatisé de collecte d'instructions de vote. L'actionnaire peut alors consulter les documents numériques mis à sa disposition par l'émetteur et donner ses instructions de vote qui sont ensuite déversées, au fil de l'eau, dans l'urne gérée par le centralisateur de l'Assemblée générale.

Cette plate-forme de vote électronique a vocation dans le futur à prendre une dimension européenne.

10.3. La gestion du passif des OPC et des autres fonds d'investissement alternatifs dont les fonds d'épargne salariale

10.3.1. La tenue du passif des OPC et des autres fonds d'investissement alternatifs

La tenue du passif désigne :

- d'une part, la centralisation des ordres de souscriptions et rachats de parts ou actions d'OPC c'est-à-dire principalement la réception centralisée des ordres (les ordres sont transmis par les distributeurs d'organismes de placement collectif qui les ont eux-mêmes reçus de leurs clients et intermédiaires) et leur enregistrement, le contrôle du respect de la date et de l'heure limite, la communication des informations à l'OPC ;
- et d'autre part, la tenue de compte émission d'OPC, c'est-à-dire principalement :
 - la création et la radiation des parts ou actions d'OPC consécutives à la centralisation,
 - le calcul du nombre de titres en circulation,
 - et le cas échéant, la tenue du registre...

La responsabilité de la centralisation à l'égard des tiers est confiée **soit à la société de gestion de portefeuille, soit au dépositaire, soit à un prestataire de services d'investissement agréé pour fournir l'un des services d'investissement (comme la réception et la transmission d'ordres pour compte de tiers).**

La tenue de compte émission relève de la gestion de l'OPC. Elle peut être déléguée à un prestataire de services d'investissement.

Les conditions précises d'exercice de la tenue du passif sont définies dans le Code monétaire et financier et le Règlement général de l'AMF.

(Se reporter également au paragraphe sur la gestion du passif du Chapitre 8, *Les acteurs du métier de la gestion pour compte de tiers.*)

10.3.2. L'épargne salariale

L'administration des parts de Fonds communs de placement en entreprise (FCPE), centralisée par un teneur de compte conservateur, fait appel à un acteur spécialisé, le teneur de compte conservateur de parts (TCCP). Sa mission consiste à suivre **des parts de porteurs « salariés »**, c'est-à-dire :

- **recevoir les ordres de souscription des salariés** avec la particularité des versements individuels par chèques ;
- **tenir individuellement des stocks de parts** des comptes des salariés :
 - par entreprise,
 - par Fonds communs de placement en entreprise,
 - par formule / dispositif,
 - par date de disponibilité ;
- **effectuer les remboursements** :
 - débloqués anticipés (traitement manuel des dossiers),
 - avoirs disponibles.

Ces comptes entrent dans le champ de la loi n° 2014-617 du 13 juin 2014 relative aux comptes bancaires inactifs et aux contrats d'assurance-vie en déshérence, dite loi Eckert. Les dispositions de cette loi sont applicables à compter du 1^{er} janvier 2016. Le Chapitre 1, *La protection des clients* détaille ces dispositions.

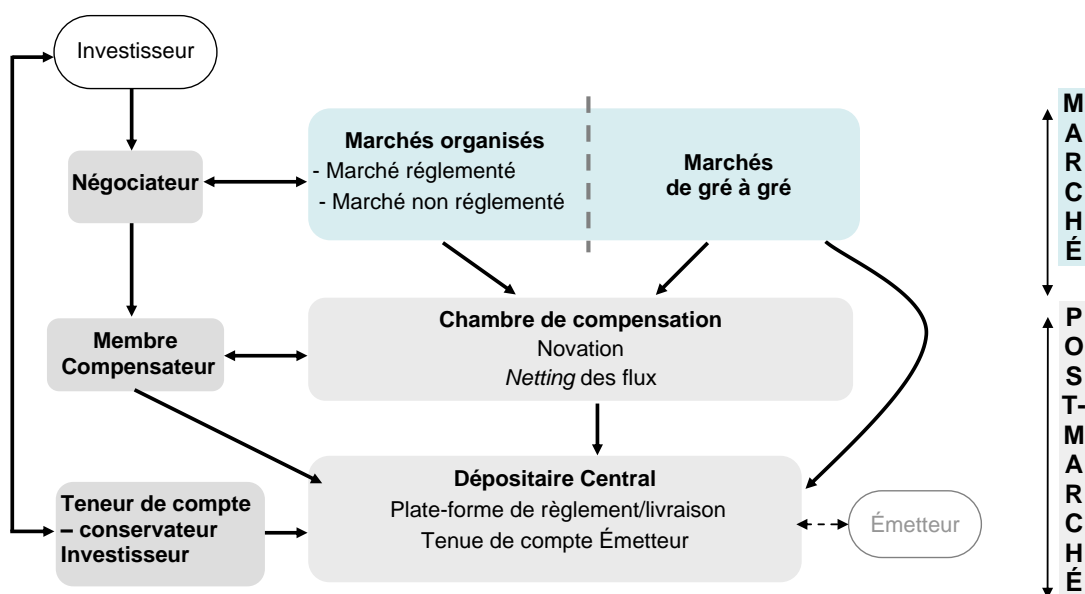
Pour aller plus loin

- **Loi n° 2014-617 relative aux comptes bancaires inactifs et aux contrats d'assurance-vie en déshérence, dite loi Eckert, 13 juin 2014**
- **Ordonnance n° 2017-1674 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers, 8 décembre 2017**
- **Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises dite loi PACTE, 22 mai 2019**

L'ORGANISATION DES ACTIVITÉS DU POST-MARCHÉ, LE RÈGLEMENT- LIVRAISON, LA COMPENSATION, LA RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE

1. L'ORGANISATION DES ACTIVITÉS DE POST-MARCHÉ

Le schéma ci-dessous présente l'organisation et l'articulation des infrastructures de marché, au niveau local, pour les négociations de titres admis aux opérations d'un dépositaire central.



2. LA COMPENSATION (CLEARING)

2.1. Définition

La phase de négociation des titres sur les marchés organisés et certains marchés de gré à gré, confrontant des ordres individuels pour dégager le prix des valeurs mobilières, est suivie par une phase de compensation.

La compensation est réalisée par la chambre de compensation qui s'interpose juridiquement entre ses membres (novation) lui permettant ainsi d'agréger et de compenser les flux financiers de chacun de ses membres et de ne procéder qu'au règlement-livraison du solde net résultant (*netting*).

Ces mécanismes permettent de sécuriser les paiements et les livraisons issues de la conclusion des opérations de marché.

La chambre de compensation gère les risques à trois niveaux :

- la sélection de membres compensateurs sur la base de critères financiers stricts ;
- le suivi constant des membres compensateurs au regard de ratios prudentiels de fonds propres ;
- la gestion de marges de couverture pour la prise en charge d'opérations en compensation.

En France, LCH SA retient le même outil de gestion des risques pour la compensation de produits sur les marchés au comptant et les marchés dérivés.

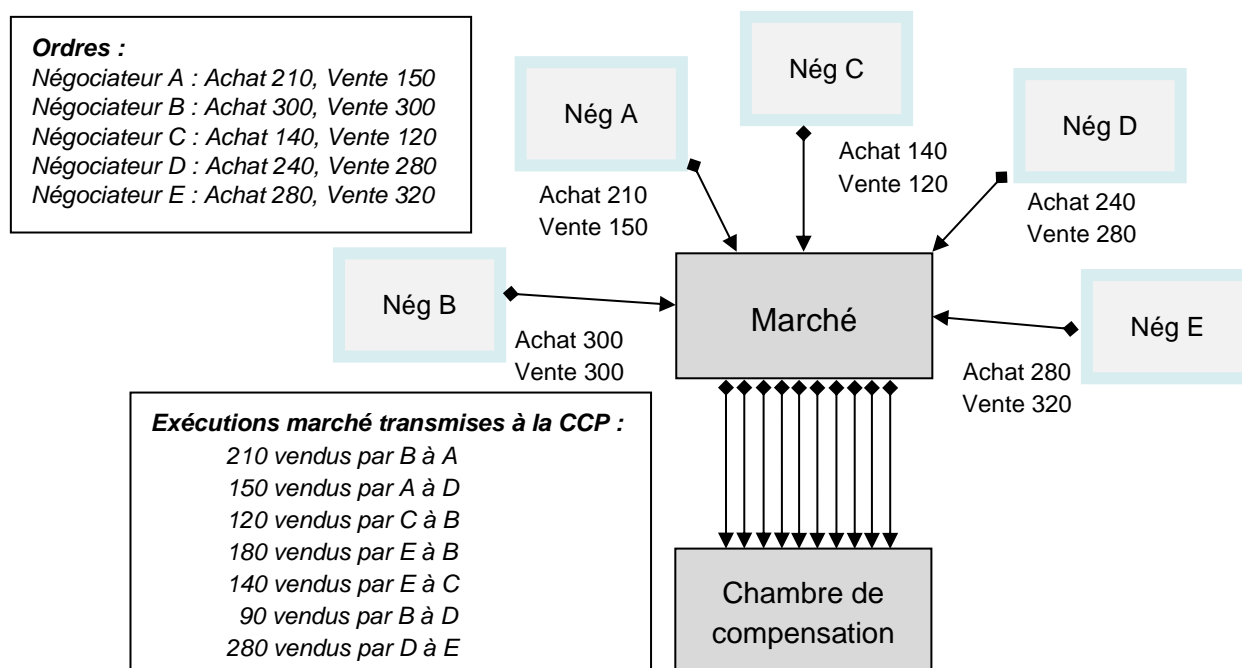
2.2. Les différentes étapes de la compensation

La compensation comprend les étapes suivantes :

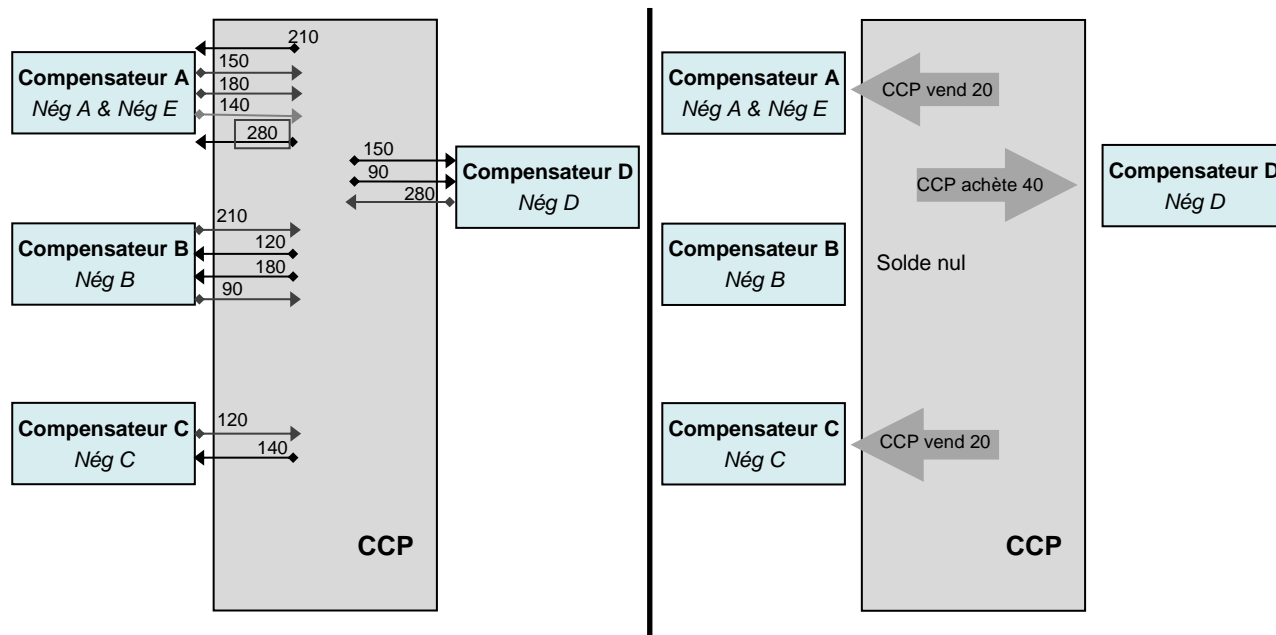
- **réception, contrôle et enregistrement des opérations individuelles d'achat et de vente** en provenance du système de négociation ;
- **comptabilisation du détail des transactions dans les livres de la chambre de compensation** ;
- **calcul des positions nettes des membres de la chambre de compensation** ;
- **gestion des dispositifs de maîtrise des risques auprès des membres compensateurs qui diminuent le risque de contrepartie** :
 - réévaluation quotidienne des positions des membres de la chambre de compensation,
 - appels de marge en cas de perte potentielle d'un intervenant (augmentation du dépôt de garantie),
 - dépôt pour supporter le risque résiduel en cas de suspens de l'opération (opération non dénouée) ;
- **transfert des instructions correspondant aux positions nettes à dénouer vers les systèmes de règlement-livraison** : la chambre de compensation envoie les instructions de règlement-livraison correspondant aux soldes nets précédemment déterminés au dépositaire central en son nom et au nom du membre adhérent.

Les schémas ci-dessous détaillent les rôles d'une chambre de compensation en deux phases : les échanges d'ordre et la compensation des flux.

■ Première étape : réception par la chambre de compensation (CCP) des ordres exécutés



■ Deuxième étape : *netting* des ordres par la chambre de compensation



2.3. La compensation sur les marchés au comptant

La chambre de compensation se substitue juridiquement (novation) aux acheteurs et aux vendeurs des titres. Ainsi les entités adhérentes de la chambre de compensation n'ont plus en face d'elles qu'une contrepartie unique réduisant *de facto* le risque de contrepartie pour chacune d'entre elles.

La compensation des flux (*netting*) opérée par la chambre de compensation permet à chacun de ses membres adhérents de n'avoir à dénouer que son solde net en espèces et en titres.

La chambre de compensation, devenue contrepartie unique, évalue le niveau du risque de chacun de ses adhérents et **exige un dépôt de garantie en fonction de sa position globale et de la volatilité des marchés**. Ce dépôt est ajusté aussi souvent que nécessaire selon les mêmes critères. Il sera utilisé lors de la défaillance d'un adhérent mais devra être reconstitué immédiatement.

2.4. La compensation sur les marchés dérivés

Les marchés dérivés donnent lieu à deux opérations : d'abord, la mise en place du contrat à la date de négociation puis son débouclage à la date du terme. La chambre de compensation joue un rôle très important tout au long de la durée de vie du contrat sur un marché financier à terme.

- **Dès l'ouverture d'une position, acheteuse ou vendeuse de contrats, un dépôt de garantie doit être versé** à la chambre de compensation aussi bien par l'acheteur que par le vendeur pour faire face au risque de contrepartie.
- Tous les soirs, la chambre de compensation calcule un cours de compensation, et réclame le résultat sur chacune des positions ouvertes, acheteuses comme vendeuses. **C'est l'appel de marge versé par le « perdant » au « gagnant ».** Les risques de défaillance d'une contrepartie sont presque totalement éliminés.

Afin de réduire le risque systémique lors des transactions sur les produits dérivés de gré à gré, un règlement européen dénommé EMIR (*European market infrastructures regulation*), portant sur l'obligation de compensation de ces instruments financiers, est entré en vigueur le 16 août 2012.

Ce règlement instaure :

- une **obligation de compensation par des chambres de compensation** pour les produits dérivés (non listés) jugés suffisamment standards par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ;
- la mise en œuvre de techniques d'atténuation du risque opérationnel (rapidité de confirmation, réconciliation des valorisations de portefeuille, gestion des différends...) et de contrepartie (échanges bilatéraux de marges variables / marges initiales) ;
- l'obligation de déclarer les transactions sur produits dérivés (listés ou OTC).

Ce règlement inclut également :

- la **création de nouveaux intermédiaires, les référentiels centraux** (*trade repositories*) qui doivent recenser l'ensemble des opérations afin de permettre un meilleur suivi des risques par les régulateurs. Ils sont soumis à agrément et placés sous la surveillance de l'Autorité européenne des marchés financiers. L'objectif est de permettre aux autorités de suivre l'activité et l'évolution des risques ;
- un **renforcement des exigences** organisationnelles, opérationnelles, prudentielles s'appliquant aux chambres de compensation prévoyant notamment un niveau de fonds propres fixé à 7,5 millions d'euros.

■ La chambre de compensation et de garantie (*clearing house*)

En France, c'est principalement LCH SA qui assure la compensation des flux en monnaie banque centrale. LCH SA a un statut de banque.

■ Les contreparties membres de la chambre de compensation et de garantie

Ces membres sont des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement.

3. LE RÈGLEMENT-LIVRAISON

■ Définition

Une fois passées les phases de négociation et de compensation, intervient la phase de **règlement-livraison qui constitue le dénouement de la transaction et l'échange effectif de titres contre espèces entre l'acheteur et le vendeur.**

3.1. Les systèmes européens et internationaux

3.1.1. Les systèmes européens

Il existe deux modèles de règlement-livraison en Europe, celui du groupe Deutsche Börse et celui du groupe Euroclear.

■ Le modèle vertical (ou en silo) : l'exemple allemand

Toutes les opérations (la Bourse, la contrepartie centrale et le système de règlement-livraison) sont intégrées au sein d'une même société. L'entreprise de marché gère toute la chaîne des ordres de la négociation au dénouement :

- la bourse au comptant, Deutsche Börse ;
- la bourse des dérivés, Eurex ;
- la chambre de compensation, Eurex clearing ;
- le dépositaire central, Clearstream ;
- le système de règlement-livraison, Clearstream.

Le groupe Deutsche Börse considère que cette organisation offre une meilleure gestion du risque opérationnel et des coûts moindres pour l'investisseur.

■ Le modèle horizontal : l'exemple français

Chaque étape de traitement de la chaîne des opérations sur un ordre de bourse est réalisée par une entreprise indépendante. Les deux avantages de cette formule sont la suppression des conflits d'intérêts et une meilleure transparence pour les investisseurs.

On trouve dans ce système :

- la bourse au comptant, Euronext ;
- la chambre de compensation, LCH SA (entre autres) ;
- le dépositaire central, Euroclear France ;
- le système de règlement-livraison, ESES (*Euroclear settlement of Euronext zone securities*) géré par Euroclear et qui couvre la France, la Belgique, les Pays-Bas.

Trois fonctions essentielles sont assurées, en France, par Euroclear France au titre de sa fonction de dépositaire central :

- la fonction dite « notariale » qui consiste à garantir l'existence et l'intégrité des émissions de titres ;
- la tenue centralisée des comptes titres des établissements financiers ;
- le rôle d'opérateur de système de règlement-livraison (traitement des flux issus de la compensation et acheminés vers les comptes titres des clients finaux via leurs teneurs de compte conservateurs).

■ L'avènement d'une plate-forme européenne de règlement-livraison *Target 2 Securities* et l'harmonisation européenne du statut de dépositaire central (*Central securities depository – CSD*)

Sous l'impulsion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, depuis le 22 juin 2015 une plate-forme de règlement-livraison unique et sécurisée, *Target 2 Securities*, a été progressivement mise en place dont l'**objectif est de fluidifier et sécuriser le règlement-livraison au niveau européen**.

La plate-forme permet de **traiter toutes les opérations de règlement-livraison des titres de taux, des actions et des OPC de la zone euro et du Danemark**, associée à des fonctionnalités performantes de gestion du collatéral.

La plate-forme doit être comprise comme un **outil externe** mis à disposition des dépositaires centraux qui conservent leurs prérogatives et leurs responsabilités liées à leur fonction en continuant notamment à assurer les fonctions de tenue centralisée des comptes titres de leurs participants (gestion des opérations sur titres notamment).

Par ailleurs, le processus d'intégration et d'harmonisation des pratiques des dépositaires centraux est encadré par le Règlement *Central securities depository* (CSDR) du 28 août 2014. **Ce Règlement permet d'harmoniser le statut et le rôle des dépositaires centraux ainsi que les conditions de supervision de ces entités par les autorités compétentes**. Il impose une discipline de dénouement qui prévoit en cas de retard le paiement d'une pénalité par la partie défaillante suivie le cas échéant d'un rachat forcé des titres à livrer. La distinction entre les activités bancaires et celles propres à l'activité de dépositaire central est prévue avec quelques possibilités de régimes dérogatoires.

Enfin, la mise en place d'un passeport européen doit permettre à un dépositaire central établi dans l'Union européenne de pouvoir offrir ses services dans toute l'Union européenne. Des mesures équivalentes sont proposées aux pays dits tiers (hors Union européenne) sous réserve de réciprocité.

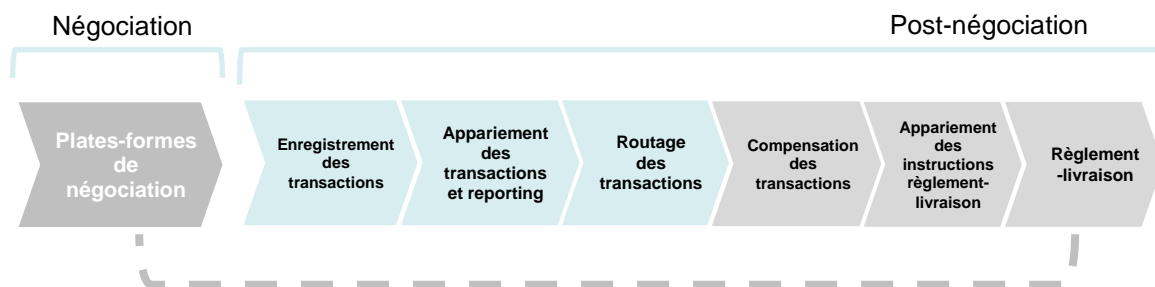
Pour leur part, les émetteurs pourront choisir librement leur dépositaire central, émission par émission.

3.1.2. Le système américain

Le modèle américain fonctionne avec un dépositaire central unique, la DTCC (*Depositary trust and clearing corporation*), gérant le système de règlement-livraison, totalement indépendant des bourses et des autres systèmes de négociation.

Par ailleurs, il repose sur un régime juridique de détention des titres très différent du régime européen. Il opère en effet une distinction entre d'une part le droit de propriété *stricto sensu* et d'autre part les droits économiques (dividendes et autres produits d'opérations sur titres) et politiques (droits de vote). Si les droits économiques et politiques sont toujours exercés par l'investisseur final, le droit de propriété peut être conservé par une entité plus en amont dans la chaîne d'intermédiation.

3.2. Les différentes étapes du règlement-livraison



3.2.1. Le dénouement de la transaction d'achat / de vente

En premier lieu, chacune des deux parties dans la transaction donne ses instructions de règlement-livraison à son propre teneur de compte conservateur.

■ Sur les marchés au comptant

Il existe deux façons de réaliser une transaction soit :

- virer les titres en même temps que se règle le paiement d'espèces (*delivery versus payment* ou DVP) ;
- virer les titres sans que les espèces soient virées simultanément (appelée *franco*, *free of payment* ou FOP).

■ Sur les marchés dérivés

La mise en place du contrat à la date de négociation suit le même principe que pour les marchés au comptant. Les contrats une fois émis se négocient entre deux parties. À la date du terme, il existe deux façons d'honorer son engagement à la date du terme soit :

- **clôturer sa position par livraison du « sous-jacent » au contrat en même temps que se règle le paiement d'espèces** (*delivery versus payment*, DVP). Ceci n'est possible que sur des marchés à terme organisés (par exemple, pour les contrats Bund sur Eurex) ;
- **clôturer sa position par paiement d'espèces pour tous les autres contrats, sans livraison du physique** (*payment versus payment*, PVP).

Les instructions de règlement-livraison font ensuite l'objet d'une phase dite d'appariement (ou de « matching ») permettant de s'assurer de la cohérence globale des flux financiers (titres et espèces) côté acheteur et côté vendeur.

Cet appariement qui conditionne le débouclage effectif repose sur la vérification de la similitude de certains critères des transactions concernées, à savoir :

- identification du titre grâce au code ISIN ;
- date de négociation où le prix a été arrêté ;
- date choisie pour le règlement-livraison ;
- quantité de titres à échanger ;
- montant de la transaction (seulement en cas de transaction DVP) ;
- identification des intermédiaires : la description de l'ensemble des intermédiaires (vendeurs, acheteurs) et de leurs numéros de compte constitue les coordonnées de règlement-livraison.

La chambre de compensation envoie ensuite ses instructions de règlement-livraison au dépositaire central.

3.2.2. La réconciliation des instructions par le dépositaire central (Euroclear)

Le dépositaire central doit procéder à l'appariement (*matching*) de toutes les autres instructions de règlement-livraison n'ayant pas fait l'objet d'un appariement.

3.2.3. Le règlement et la transmission de l'information

Une fois l'appariement effectué, le dépositaire central vérifie l'existence de la provision (titres chez le vendeur, espèces chez l'acheteur).

Le dépositaire central effectue alors le règlement-livraison chez les teneurs de compte conservateurs de l'acheteur et du vendeur.

Les teneurs de compte conservateurs, à leur tour, vont informer leurs clients respectifs et répercuter dans leur propre comptabilité l'acquisition ou la cession des titres échangés. L'opération est alors complètement dénouée en titres et en espèces.

3.2.4. La livraison

Le transfert de propriété des titres s'opère actuellement au moment du dénouement du règlement-livraison.

La fiscalité s'applique aussi à la date du transfert de la propriété des titres.

Les **droits économiques sociaux** (dividendes, droits de souscription et autres) **sont attribués à l'acheteur dès la négociation**, car le cours d'achat comprenait le prix du dividende ou des droits en question.

Conformément au Règlement européen *Central securities depositaries* (CSD), le règlement et la livraison des titres s'effectuent désormais en France **deux jours après la date de négociation**. Le standard international reste à J+3.

Pour les OPC, **les règles divergent selon la nature et la périodicité de collecte de l'OPC et la localisation (France ou étranger) du dépositaire de l'OPC**. En règle générale, le règlement-livraison est réalisé entre **0 et 5 jours** après centralisation des ordres de souscriptions et rachats.

Le règlement-livraison de contrats sur produits dérivés compensés peut varier selon qu'il s'agit de contrats fermes, d'options voire de contrats sur marchandises. Dans ce dernier cas, la livraison physique peut intervenir en dehors du cadre des dépositaires centraux financiers habituels (Euroclear, Clearstream) en recourant à des registres centraux non financiers.

4. LA « BLOCKCHAIN » ET LA DÉSINTERMÉDIATION DU POST-MARCHÉ

Depuis la création en 2008 du Bitcoin et des autres crypto-monnaies qui ont suivi, des acteurs du post-marché mènent des expérimentations sur la technologie sous-jacente dénommée « blockchain » car fondée sur une chaîne sécurisée et inaltérable de transactions regroupées par blocs.

Le propre de cette nouvelle technologie est de fonctionner sans autorité centrale, ni administrateur unique, mais de manière complètement décentralisée grâce à un consensus permettant de distribuer la responsabilité de l'enregistrement des transactions sur la communauté des participants à la « blockchain ».

L'objectif de ces expérimentations est de voir dans quelle mesure cette technologie permettrait ou non de supprimer tout ou partie de la chaîne actuelle d'intermédiation entre émetteurs et investisseurs. L'objectif visé serait d'améliorer la transparence globale du système mais aussi et surtout de diminuer les coûts de cette intermédiation.

Pour aller plus loin

■ Sites Internet

- **Autorités publiques**
 - <http://www.banque-france.fr>
 - <http://www.amf-france.org>
 - http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_banking/l24036c_fr.htm
- **Associations**
 - <http://www.afti.asso.fr>
 - <http://www.afg.asso.fr>
 - <http://www.amafi.fr>
 - <http://www.ansa.fr>
 - <http://www.afep.fr>
 - <http://www.fbf.fr>
- **Infrastructures du post-marché**
 - <https://www.euroclear.com>
 - <http://www.euronext.com>
 - <http://www.clearstream.com>
 - <http://www.lch.com>