



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 7.3.2012
SWD(2012) 23 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant la

proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil

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

{ COM(2012) 73 final }

{ SWD(2012) 22 final }

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant la

proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil

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

Introduction

Toute opération sur titres, boursière ou non, est suivie d'un traitement post-marché qui débouche sur son règlement, à savoir la livraison des titres en échange de numéraire. Ces traitements sont habituellement réalisés par des «infrastructures post-marché», notamment des contreparties centrales, pour la *compensation*, et des dépositaires centraux de titres (DCT), pour le *règlement*.

Les DCT sont des établissements importants dans le domaine du post-marché, car ils assurent généralement l'enregistrement, la conservation et le règlement des titres; cette dernière opération se fait au moyen de systèmes de règlement des opérations sur titres. Ils jouent également un rôle crucial pour le marché des garanties ou sûretés financières, en particulier en matière de politique monétaire: presque toutes les sûretés admissibles pour les opérations de politique monétaire dans l'UE, surtout dans la zone euro, passent par des systèmes de règlement des opérations sur titres. Dans l'UE, les systèmes de règlement des opérations sur titres ont permis de régler quelque 920 000 milliards d'euros d'opérations en 2010 et détiennent, à la fin de la même année, près de 39 000 milliards d'euros de titres.

Les DCT revêtent donc une *importance systémique* pour les marchés sur lesquels ils sont actifs et sont de plus en plus interconnectés du fait de l'augmentation des opérations transfrontière en Europe; selon certaines estimations, les opérations transfrontières représentent environ un tiers des opérations sur titres sur le marché européen. Cette tendance à l'interconnexion des DCT et des processus post-marché en général devrait s'accroître avec l'entrée en service, prévue pour 2015, du système Target2Titres (T2S pour *Target2 – Securities*), un projet lancé par l'Eurosystème pour installer en Europe une plate-forme commune de règlement des opérations sur titres qui transcendera les frontières.

Le marché des services de DCT dans l'UE est très fragmenté: il existe plus de 30 DCT et deux DCTI (DCT internationaux: Clearstream Banking Luxembourg et Euroclear Bank). Par comparaison, aux États-Unis, deux DCT seulement (DTC et FedWire) couvrent l'ensemble du marché des titres.

Mandat politique et consultation des parties intéressées

Les services de la Commission européenne travaillent sur les questions relatives au post-marché depuis plus de 10 ans. Ces travaux ont été approuvés par le Parlement européen dans une résolution de 2003 faisant suite à une consultation de la Commission sur la compensation

et le règlement-livraison, et exposés en 2004 dans une communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la compensation et le règlement-livraison dans l'Union européenne.

Plus récemment, des soutiens politiques ont été exprimés à ce sujet:

- dans une lettre commune du 8 juin 2010, M^{me} Merkel, chancelière allemande, et M. Sarkozy, président français, ont invité le président Barroso à étudier les possibilités d'harmonisation des délais de règlement en Europe;
- le Conseil Ecofin du 2 décembre 2008 a souligné la nécessité de renforcer la sécurité et la solidité des systèmes de règlement des opérations sur titres et a reconnu qu'une législation de l'UE était nécessaire pour aplanir les obstacles légaux qui entravent les opérations post-marché, notamment l'accès aux DCT.

La nécessité de normes appropriées pour ces dépositaires est également reconnue à l'échelon international:

- les instances internationales de réglementation pour les banques et les valeurs mobilières (CSPR–OICV) ont adopté dès 2001 des recommandations sur les systèmes de règlement; celles-ci ont été adaptées par les régulateurs européens (SEBC-CERVM) en 2009;
- en octobre 2010, le Conseil de stabilité financière a de nouveau appelé à l'adoption de normes actualisées pour renforcer les infrastructures centrales de marché, y compris les DCT, et demandé la révision et le renforcement des normes en vigueur.

Les services de la Commission ont mené des consultations approfondies auprès des parties intéressées, notamment les régulateurs ainsi que les DCT et leurs participants. La consultation publique qui s'est déroulée du 13 janvier au 1^{er} mars 2011 a permis de recueillir 101 contributions.

Vue d'ensemble des enjeux

D'un usage généralement efficace et sûr à l'intérieur des frontières nationales, les systèmes nationaux de post-marché ne présentent pas le même degré d'efficacité et de sécurité pour ce qui est des opérations et liaisons *transfrontières*, de sorte que les investisseurs qui souhaitent investir dans un autre État membre sont exposés à des risques et à des coûts plus importants. Par exemple, les frais de règlement transfrontière peuvent être jusqu'à quatre fois plus élevés que ceux correspondant à une opération nationale.

Le rapport d'analyse d'impact décrit trois problèmes principaux: les *risques* plus élevés et les *coûts* plus élevés associés au règlement transfrontière, ainsi que les *conditions de concurrence inégales* pour les services de DCT. Ces problèmes sont la conséquence d'un certain nombre de facteurs, décrits brièvement ci-dessous.

Différences de pratiques de marché concernant l'organisation du règlement

a) Différences de règles de discipline en matière de règlement

Les marchés de l'UE n'ont pas tous les mêmes pratiques en ce qui concerne l'existence ou l'utilisation de règles de discipline en matière de règlement, telles que la promotion du règlement anticipé, le suivi des défauts de règlement, les mesures d'incitation à la ponctualité

des règlements, les sanctions et les obligations de rachat d'office. Cela entraîne un nombre accru de *défauts de règlement* pour les opérations transfrontières et encourage l'*arbitrage réglementaire* (notamment dans le contexte de concurrence postérieur à la mise en œuvre de T2S).

Les définitions du règlement diffèrent également, ce qui peut empêcher un participant au marché, un DCT ou un régulateur, surtout dans un environnement transfrontière, d'appréhender les risques, de définir des mesures d'atténuation et d'agir en conséquence.

Des initiatives ont été prises dans le secteur concerné pour harmoniser certaines de ces pratiques de marché, mais les progrès sont relativement lents. Les recommandations du SEBC-CERVM contiennent pour leur part certains principes relatifs à la discipline en matière de règlement, mais la grande majorité des mesures ne sont pas assorties d'un plan de mise en œuvre.

b) Différences en termes de délais de règlement

Dans la plupart des cas, le règlement d'une opération sur titres n'a pas lieu instantanément, mais quelques jours après la date de transaction; en Europe, la plupart des opérations sont réglées à T+3 ou T+2, c'est-à-dire respectivement trois ou deux jours après la date de transaction. Les différences de délai de règlement créent un certain nombre de problèmes pour les opérations transfrontières: a) un *risque* opérationnel supplémentaire; b) des *coûts* de financement accrus, par exemple pour les investisseurs qui achètent des titres sur un marché où le délai est T+2 et les vendent sur un marché T+3; c) des *perturbations pour les opérations sur titres (corporate actions)*, car il est difficile de déterminer quels investisseurs ont droit à des dividendes. Les longs délais de règlement provoquent de l'incertitude et un accroissement du risque de contrepartie pour les investisseurs.

Un groupe de travail sur l'harmonisation des délais de règlement, sous la conduite d'entités du secteur et sous les auspices des services de la Commission, a été créé en 2009 pour évaluer la nécessité d'une harmonisation et définir la meilleure option à cette fin. Il a recommandé d'harmoniser les délais à T+2.

Différences de réglementation pour les DCT

Dans l'UE, les DCT sont réglementés au niveau national, or les États membres ont adopté des solutions différentes. Par exemple, certains pays n'autorisent pas leurs DCT à mener des activités bancaires, tandis que, dans d'autres, les DCT peuvent offrir certains services bancaires, ce qui introduit un risque supplémentaire dans leurs activités.

Les recommandations du SEBC-CERVM donnent aux autorités de surveillance des orientations pour évaluer la sécurité, la solidité et l'efficacité des DCT, mais celles-ci sont de nature générale et non contraignante.

La diversité des réglementations, couplée aux obstacles à l'accès décrits ci-dessous, a entraîné la *fragmentation* du marché européen du post-marché. En raison de cette fragmentation, le règlement transfrontière d'opérations doit passer par des circuits complexes de transmission, ce qui a des conséquences sur la *sécurité* et l'*efficacité* de ces opérations. Ce manque d'efficacité se traduit par des coûts plus élevés que pour les règlements au niveau national, ainsi que par des coûts opérationnels et de financement accrus pour les investisseurs qui ne sont pas en mesure de regrouper leurs actifs pour en maximiser la liquidité.

Cette diversité des réglementations et ces obstacles à l'accès contribuent aussi à conférer un *quasi-monopole* aux DCT nationaux, au moins pour certains services et certains titres, par exemple les services notariaux d'enregistrement et de conservation d'actions.

Obstacles à l'accès aux DCT

a) Accès des émetteurs aux DCT

La liberté pour un émetteur de choisir son DCT est toujours restreinte dans de nombreux États membres, particulièrement en ce qui concerne les actions. Ces restrictions contribuent à un *manque de concurrence* entre DCT et à la *fragmentation* du marché dans l'UE, avec toutes les conséquences susmentionnées.

b) Accès des DCT aux autres DCT et aux autres infrastructures de marché, et inversement

Dans un environnement de plus en plus international, les DCT et les autres infrastructures de marché (comme les plates-formes de négociation et les contreparties centrales) doivent avoir accès les uns aux autres pour pouvoir se faire concurrence dans des conditions équitables. Ces droits d'accès ne sont garantis ni par la législation de l'UE, ni par les législations nationales.

Les associations européennes de DCT, de bourses et de contreparties centrales ont signé en 2006 un code de conduite définissant des principes généraux à cet égard; toutefois, ceux-ci sont applicables sur une base volontaire et seulement pour les actions.

Base juridique de l'action de l'UE

Une action de l'UE paraît justifiée en termes de subsidiarité, pour les raisons suivantes:

- les problèmes définis ci-dessus concernent essentiellement des questions transfrontières; par conséquent, l'efficacité de mesures correctives mises en œuvre d'une manière autonome et non coordonnée par les différents États membres serait probablement très faible dans un tel contexte;
- la nature systémique des DCT et leur interconnexion croissante en Europe exigent une action coordonnée;
- certains aspects des problèmes décelés sont couverts par *l'acquis communautaire*, notamment la directive concernant les contrats de garantie financière, la directive concernant le caractère définitif du règlement, la directive concernant les marchés d'instruments financiers et la directive sur les exigences de fonds propres (CRD); toute nouvelle proposition devrait être en parfaite harmonie avec ces mesures de l'UE; le meilleur moyen d'y parvenir réside dans un effort commun.

Objectifs

L'analyse d'impact visait à apprécier la possibilité de trouver des solutions au niveau de l'UE aux problèmes exposés ci-dessus. Les objectifs stratégiques sont d'augmenter la sécurité et l'efficacité des procédures ainsi que d'assurer des conditions de concurrence équitables pour les services transfrontières de DCT. Le rapport définit aussi des objectifs opérationnels concrets:

- (1) renforcer le cadre applicable aux règlements, (1.1) en améliorant la discipline en matière de règlement transfrontière et (1.2) en harmonisant les délais de règlement;
- (2) introduire des règles cohérentes pour les DCT dans toute l'Europe, en harmonisant (2.1) le cadre d'exercice de leurs activités, (2.2) les règles prudentielles et organisationnelles et (2.3) les régimes d'agrément et de surveillance des DCT;
- (3) supprimer les obstacles à l'accès pour les DCT, à savoir à la fois (3.1) l'accès des émetteurs aux DCT et vice-versa et (3.2) l'accès des DCT aux autres DCT et aux autres infrastructures de marché, et vice-versa.

Option(s) et instrument(s) de politique

L'analyse d'impact définit et analyse un certain nombre d'options pour chaque objectif opérationnel et les compare au statu quo.

1.1) En ce qui concerne la discipline en matière de règlement transfrontière, les options suivantes ont été envisagées: obtenir des engagements supplémentaires du secteur, instaurer des principes communs de règlement, prescrire le respect de règles de discipline standard en matière de règlement ou introduire des mesures visant l'ensemble de la chaîne de négociation et de post-marché. C'est l'option consistant à instaurer des principes communs contraignants au niveau de l'UE qui a été retenue, car elle renforce la normalisation et la sécurité, tout en permettant, vu l'évolution constante de l'environnement de marché, l'innovation et la flexibilité. Cette option a également la préférence du groupe de travail sur l'harmonisation des délais de règlement.

1.2) En ce qui concerne les délais de règlement, les options envisagées étaient T+1, T+2 et T+3. Conformément à la conclusion du groupe de travail sur l'harmonisation des délais de règlement, l'option T+2 semble présenter le plus d'avantages, puisqu'elle réduit le risque de contrepartie et les obligations de nantissement et encourage une plus grande automatisation; il s'agit d'avantages permanents, tandis que les coûts de mise en œuvre pour les participants au marché sont de nature ponctuelle et sont à peine plus élevés que pour une harmonisation à T+3.

2.1) En ce qui concerne le cadre d'exercice des activités de DCT, le rapport compare la reconnaissance mutuelle des services de DCT dans toute l'UE à la mise en place d'un agrément (et d'un passeport) au niveau européen. L'agrément au niveau de l'UE (assorti d'un passeport) a été retenu: c'est le meilleur moyen d'obtenir des conditions de concurrence équitables et une concurrence entre les DCT. Cela est conforme à l'avis de la grande majorité des personnes ayant répondu à la consultation publique, bien que ces avis divergent en ce qui concerne le champ d'application de l'agrément, notamment la question de savoir si cet agrément devrait inclure les services bancaires, qui représentent le risque principal pour les DCT.

En ce qui concerne ces services bancaires, le rapport compare un modèle d'intégration dans lequel les DCT fourniraient certains services bancaires, qui seraient soumis à des exigences plus strictes que celles imposées par la CRD (couverture totale des crédits par des sûretés, par exemple), à un modèle de ségrégation, dans lequel ces services bancaires seraient fournis par un établissement de crédit distinct, sans limitation du champ d'activité, mais avec les mêmes exigences prudentielles pour ces services. C'est le modèle de ségrégation qui a été retenu, car il permet d'atténuer la transmission des risques découlant des activités bancaires aux autres

activités des DCT, donc d'assurer à ceux-ci un faible niveau de risque, plus approprié vu leur importance systémique. Cet avantage important ne semble pas être annulé par les coûts de mise en œuvre de la mesure, qui sont principalement les coûts juridiques et les coûts de transaction nécessaires pour mettre en place une entité juridique distincte et renégocier les contrats existants.

2.2) En ce qui concerne l'introduction de règles prudentielles, le rapport envisage deux options principales: l'introduction de principes communs dans la législation de l'UE, des normes techniques détaillées devant alors être élaborées par l'AEMF en collaboration avec le SEBC, ou l'inscription dans la législation de règles communes détaillées. Conformément à l'avis des parties intéressées, c'est la première option qui a été retenue, car elle assure: a) une marge de manœuvre pour adapter les mesures détaillées aux conditions du marché; b) un meilleur alignement sur les normes internationales; c) la participation du SEBC à l'élaboration des mesures, ce qui est important pour la gestion de la charge réglementaire des DCT, dont les systèmes de règlement sont surveillés par les banques centrales.

2.3) En ce qui concerne l'agrément et la surveillance des DCT, le rapport envisage plusieurs options: agrément/surveillance des DCT au niveau national avec la participation, le cas échéant, des autorités d'autres États membres; agrément/supervision au niveau national avec la participation de l'AEMF; combinaison des deux options précédentes; agrément/surveillance par l'AEMF. La formule associant agrément/surveillance au niveau national et participation des autorités d'autres États membres et de l'AEMF a été retenue: elle permettrait aux autorités de participer directement à l'agrément et à la surveillance des DCT ayant des activités transfrontières, avec une certaine flexibilité qui éviterait d'imposer une charge réglementaire inutile aux plus petits DCT, tout en assurant une certaine normalisation de la coopération pour les plus grands DCT.

3.1) L'instauration, pour les émetteurs, d'un droit d'émettre des titres auprès du DCT de leur choix contribue à l'ouverture du marché permise par l'agrément européen. Cette mesure est renforcée par l'obligation d'inscrire les titres cotés sous forme d'inscription en compte, ce qui augmenterait aussi l'efficacité du règlement et faciliterait le raccourcissement des délais de règlement, puisque les titres sous forme d'inscription en compte sont beaucoup plus faciles à livrer que les titres papier. L'incidence sur les rares marchés qui utilisent encore des titres papier pourrait être atténuée si la date de mise en œuvre permet à ces marchés de s'adapter.

3.2) Les droits d'accès entre DCT et entre DCT et autres infrastructures de marché sont également des éléments importants pour accompagner un agrément européen.

Ces options sont souvent liées entre elles. En les combinant, on pourrait obtenir les résultats suivants:

- à court terme, davantage de concurrence entre les DCT, avec des avantages attendus en matière de qualité et de coût des services transfrontières. Cela pourrait entraîner des avantages immédiats pour les émetteurs; cependant, la répercussion de la baisse des frais des DCT sur les investisseurs peut être entravée si la concurrence entraîne à court terme une plus grande fragmentation;
- à moyen ou long terme, un marché consolidé et moins fragmenté (raccourcissement des circuits de transmission transfrontière), présentant des avantages sur le plan du risque et des coûts liés au règlement transfrontière. Pour les investisseurs, cela pourrait se traduire par une baisse des coûts tout au long de la chaîne post-marché.

- Dans l'ensemble, les solutions proposées pourraient permettre aux émetteurs de mobiliser plus facilement des capitaux et aux investisseurs de placer leurs fonds de façon plus sûre et plus rentable, ce qui, plus largement, engendrerait des avantages pour l'économie.

Il n'est pas évident de quantifier ces avantages. Le projet de document de travail des services de la Commission de 2006 sur le post-marché contenait des estimations fondées sur les différences de coût entre opérations transfrontières et opérations nationales, ainsi qu'entre opérations en Europe et opérations aux États-Unis (d'après les études disponibles à l'époque, datant principalement des années 2001 à 2004):

- entre 2 et 5 milliards d'euros d'excédent cumulé de coûts de post-marché pour les investisseurs;
- 700 millions d'euros environ de réduction supplémentaire des coûts grâce à la consolidation du marché.

Ces chiffres donnent un ordre de grandeur, mais, à l'heure actuelle, ils constituent probablement une surestimation des avantages potentiels de la mise en place d'une législation, parce que l'écart entre coûts transfrontières et coûts nationaux s'est réduit et que T2S devrait faire diminuer encore ces deux catégories de coûts.

Vu les options retenues et la nécessité d'appliquer le cadre législatif de façon uniforme dans toute l'UE, il est estimé qu'un règlement est l'instrument le plus approprié pour atteindre les objectifs visés.

Suivi et évaluation

L'évaluation ex post de toutes les mesures prises est une priorité de premier plan pour la Commission, vu l'évolution constante du marché. L'évaluation servira en particulier à vérifier si les mesures sont toujours efficaces et efficientes en regard des objectifs décrits ci-dessus. Le rapport propose un cadre de suivi et d'évaluation qui combine un suivi régulier par l'AEMF, des enquêtes auprès du secteur concerné et des études réalisées par des prestataires extérieurs. Le rapport propose aussi un suivi dans d'autres domaines où des problèmes ont été décelés, mais où une intervention de l'UE n'est pas à l'ordre du jour, par exemple l'internalisation des opérations de règlement en marge des systèmes de règlement désignés et notifiés.