



L'INFRASTRUCTURE FINANCIÈRE EUROPÉENNE, BASE D'UN ESPACE FINANCIER INTÉGRÉ

GISÈLE CHANEL-REYNAUD *

DOMINIQUE CHABERT **

En leur qualité de « zones de chalandise » de titres, les marchés financiers nationaux parviennent aujourd'hui à satisfaire des exigences élevées en termes de coût, de délai et de sécurité, grâce aux efforts consentis en matière de modernisation de leurs « systèmes de Place » et à une intégration réussie de la chaîne de traitement des titres. En revanche, pour les opérations transfrontalières, le défaut d'intégration financière reste encore manifeste. Il mobilise, en effet, des infrastructures peu aptes à dialoguer entre elles. Aussi la « circulation » des titres à l'échelle européenne, y compris au sein de la zone euro, demeure-t-elle plus coûteuse, plus lente et plus risquée qu'au plan national. La difficulté de construction de l'Europe financière renvoie donc à l'éclatement des infrastructures, et plus précisément à des rythmes et des logiques d'évolution de ces dernières, radicalement différents. Si les titres libellés en euros peuvent être intégrés dans des portefeuilles européens, leur gestion reste, de fait, nationale car ils sont, pour l'essentiel, négociables, compensables et livrables sur leur territoire d'origine. La fragmentation des marchés contribue ainsi à ralentir le processus constitutif d'une communauté financière qui contraste singulièrement avec le caractère plus abouti de la communauté monétaire.

Dans cet article, nous défendons l'idée qu'il est nécessaire, pour comprendre les difficultés d'intégration financière à l'échelle européenne, de mettre en évidence un certain nombre de distinctions conceptuelles entre « l'infrastructure financière », base indispensable de tout espace

*/** Université Lyon II - GATE UMR CNRS 5824.



intégré, d'une part, et « les infrastructures de marché », outils logistiques de circulation des titres, d'autre part. Nous proposons de poser les principes constitutifs des « Places financières technologiques » en précisant leurs composantes fondamentales. Faute de marché unique, il importe de mettre en place une infrastructure financière unifiée, même si certains segments des espaces organisationnels peuvent/doivent rester multiples.

Une infrastructure financière « constituée » suppose la concordance entre les trois espaces qui la composent, espace de paiement, réglementaire et d'organisation des transactions. À l'intérieur de l'infrastructure financière, une ou des infrastructure(s) de marchés, composantes organisationnelles, remplissent un certain nombre de fonctions qui faisaient, jusqu'à présent, l'objet d'un monopole (légal ou de fait) des organismes centralisateurs qui la (les) composent.

À partir de ce cadre « normatif », nous proposons d'analyser le cas particulier de l'UE. Dans l'infrastructure européenne, nous mettons en évidence, la non concordance des espaces, tant du point de vue de leurs logiques de construction que de leur aboutissement. Nous dégageons, ensuite, les conséquences de la mise en concurrence des infrastructures de marchés, et, à l'intérieur de celles-ci, de leurs composantes. Ces phénomènes peuvent conduire à une organisation, fondée sur un modèle industriel, radicalement différent du schéma historique.

INFRASTRUCTURE FINANCIÈRE ET INFRASTRUCTURES DE MARCHÉS

La mise en place d'un marché intégré des services financiers constitue l'une des priorités affichées au sein de l'UE¹. En 2002², cet objectif prend corps dans le « plan action pour les services financiers » (2005-2010) qui définit les grandes orientations et les moyens de mise en œuvre d'un territoire financier européen. Il se traduit par une recomposition du paysage des Bourses européennes, de l'ensemble de leurs fonctions et du cadre dans lequel elles exercent leur activité, posant ainsi le problème d'une définition et d'un positionnement précis de ces différents éléments.

Depuis quelques années, les expressions « d'infrastructure financière » et « d'infrastructures des marchés » sont fréquemment employées, notamment dans les rapports de la BRI, du FMI, de la Commission ou de la BCE. La distinction entre ces deux notions présente un double intérêt : elle permet, d'une part, de rendre compte d'un paysage financier complexe, où les références au territoire géographique s'affaiblissent et, d'autre part, d'introduire dans l'analyse, les activités de support aux marchés, jusque-là écartées. La dématérialisation des titres et la généralisation de la cotation électronique ont, en effet, contribué



à alimenter une vision en « trompe-l'œil », de marchés aisément intégrables parce qu'immatériels et automatisés, alors même qu'ils s'appuient sur un entrelacs de systèmes composés d'institutions et d'outils informatiques, très structurants : systèmes de paiement, de négociation, de compensation et de règlement/livraison.

*L'infrastructure financière et sa cohérence
sur une Place financière nationale*

Dans leur approche fonctionnelle de la finance, Merton et Bodie (1998) considèrent que « l'infrastructure financière est constituée des procédures légales de compensation, de l'organisation des échanges et des systèmes de compensation et des structures réglementaires qui gouvernent les relations entre les différents utilisateurs du système financier³ ». On trouve une définition similaire dans le rapport Giovannini⁴.

L'infrastructure financière constitue l'ossature des transactions. Elle repose sur 3 espaces : un espace de paiement mobilisé pour le dénouement des opérations, un espace réglementaire (voire fiscal) encadrant et sécurisant les échanges monétaires et financiers et un espace d'organisation des transactions (négociation, compensation et livraison des titres contre paiement). Sans cette « base », le marché ne peut être efficace, du fait des coûts d'information et de transaction et de l'incertitude susceptible de limiter les échanges. Jusqu'à une époque récente, ces espaces étaient nationaux et constituaient des Places financières intégrées au sein d'un espace de paiement unique.

Un seul espace de paiement

Sur une Place financière nationale, l'espace de paiement épouse son support technique, le système de paiement⁵. Celui-ci, fondé sur un contrat privé ou une loi, permet à la monnaie d'exercer sa fonction d'acquittement irrévocable des dettes. Conceptuellement, ce dernier est au cœur des transactions et conditionne le bon fonctionnement des marchés de capitaux. Techniquement, il est constitué des sous-systèmes de paiement de masse et de « gros montant » :

- les systèmes de paiement de masse renvoient aux paiements courants en monnaie manuelle ou scripturale (SIT, Système interbancaire de télécompensation, en France) ;
- les systèmes de paiement de gros montants (TBF, Target, PNS, Euro1⁶) traitent les opérations *corporate* des banques ou des entreprises d'investissement. Ils sont devenus particulièrement sophistiqués ces dernières années, pour accompagner le développement des marchés et la mise en place de l'euro. La sécurité des paiements repose sur la fourniture de « systèmes de règlement centralisés » fonctionnant sur la



base de garanties fournies par les participants ou de systèmes capables d'écraser le crédit qui subsiste dans la relation de paiement⁷. Ainsi en est-il de la mise en place des RTGS (*Real Time Gross Settlements Systems*) fonctionnant en temps réel et sans compensation interbancaire (systèmes bruts).

Dans le cadre national, l'espace de paiement, nœud de tous les échanges, concorde avec l'espace financier, les deux épousant le territoire géographique.

Un seul espace réglementaire

Le cadre réglementaire constitue une composante importante de l'infrastructure financière. Le dispositif réglementaire affiche un objectif normatif : accroître l'efficacité et la sécurité du système financier dans son ensemble. Il porte sur la définition et le respect de « l'ensemble des règles de fonctionnement » (normes de régulation) des marchés, d'une part, et des « règles de solvabilité » (normes prudentielles) qui s'appliquent aux intermédiaires, d'autre part.

La réglementation financière repose sur des « fournisseurs de services réglementaires » chargés de la « produire ». Ces autorités ont été mises en place pour superviser des marchés et une communauté de paiement nationale. Une ou plusieurs autorité(s) assure(nt) le respect des règles de marché et la supervision prudentielle des intermédiaires financiers sur l'ensemble du territoire domestique⁸.

Un modèle unifié d'infrastructures de marchés

Historiquement, les infrastructures de marchés correspondent aux institutions, aux systèmes et aux procédures qui permettent, au sein d'une infrastructure financière, de remplir, à un moment donné, les fonctions des marchés.

Une infrastructure de marché, composée d'un ou plusieurs organe(s) centralisateur(s), décline, selon des schémas variables, les différentes phases de la chaîne de traitement des titres : les entreprises de marché exercent la *fonction de négociation* ; les chambres de compensation sont le lieu d'optimisation et de sécurisation collective des échanges ; enfin les dépositaires centraux agissent en qualité de gestionnaires des systèmes de règlement/livraison de titres et de la *conservation* ultime et centralisée des titres.

Traditionnellement, ces trois infrastructures sont intégrées au sein d'un même territoire financier national. Par exemple, l'unité d'organisation était un acquis en France. L'infrastructure unique de marché recouvrait l'espace national, au point que l'entreprise de marché, était considérée comme le « prolongement » opérationnel de l'organe réglementaire. Cette unité n'est pas forcément réalisée dans les autres pays

(Allemagne, Grande-Bretagne, Espagne) où peuvent subsister un nombre assez important de marchés différents, comme le montre le tableau suivant. Ces derniers évoluent cependant dans un même espace réglementaire et au sein d'un même système de paiement. Il paraît donc plus opportun de parler d'espace unifié que d'espace unique.

Tableau n° 1
Nombre de marchés réglementés dans l'Europe des quinze

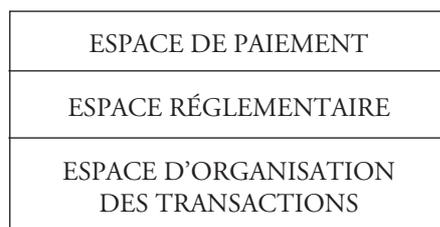
Pays	Nombre d'entités (1)	Nombre de marchés réglementés	Pays	Nombre d'entités (1)	Nombre de marchés réglementés
Belgique	3	4	Luxembourg	1	1
Danemark	2	3	Pays-Bas	1	2
Allemagne	7	9	Autriche	2	4
Grèce	2	3	Portugal	2	5
Espagne	8	9	Finlande	1	2
France	1	4	Suède	3	3
Irlande	1	1	Royaume-Uni	6	11
Italie	2	7			

(1) Nombre d'entités opérationnelles gestionnaires (chaque entité peut gérer plusieurs marchés réglementés).

Source : J. Florentin et P. Monteillard, Cabinet Eurogroup (2003).

Nous constatons ainsi que, jusqu'à la mise en place de la zone euro, l'adéquation de ces différents espaces était assurée, comme l'illustre le graphique suivant.

Graphique n° 1
Structure financière dans le cadre d'une Place financière nationale



Les espaces nationaux, de paiement, réglementaire et organisationnel, se recouvrent, permettant une circulation aisée des titres et fondant la notion de « Place financière nationale », ayant comme vocation d'assurer le financement de l'État et d'entreprises nationales, voire internationalisées, à partir d'une épargne nationale. Dans cette

acceptation, il y a, en quelque sorte, fusion des fonctions et des institutions.

L'approche fonctionnelle des infrastructures de marchés

Dans son approche fonctionnelle, Merton (1998), s'éloigne de la conception précédente. Il considère, d'une part, les « fonctions économiques des institutions financières » et cherche, d'autre part, à identifier la structure institutionnelle susceptible de les remplir au mieux, à un moment et dans un endroit donné. De ce point de vue, la construction de l'Europe financière ne remet pas en cause les fonctions « constitutives » des marchés. Elle pose, en revanche, la question de l'unicité de l'infrastructure de marché, de l'articulation des institutions qui la composent (entre elles et avec les autres acteurs des marchés) et enfin de la légitimité et de l'existence même de certaines de ces institutions. Dans une telle approche, il importe donc, dans un premier temps, de repérer les fonctions remplies par les infrastructures de marché⁹. Pour les caractériser, nous partirons des besoins des clients finaux.

La détermination des fonctions à partir des besoins des clients finaux

6

Les clients finaux des marchés sont essentiellement :

- les émetteurs de titres,
- les entreprises qui agissent sur le marché secondaire,
- les grandes banques et entreprises d'investissement,
- les investisseurs institutionnels,
- les particuliers,
- l'État.

Leurs besoins peuvent se résumer à quelques opérations simples :

- déterminer le prix des titres qu'ils émettent, achètent ou vendent « fonction de *trading* - négociation » ;
- s'assurer que leur opération aboutira : « fonction de sécurisation des transactions - compensation » ;
- savoir dans quel délai ils seront livrés de leurs titres et débités de leur *cash* : « fonction de règlement-livraison » ;
- garantir leur droit de propriété : « fonction de tenue de compte - conservation ». Ces deux fonctions, souvent conjointes, peuvent être assurées par des intermédiaires distincts.

Tous ces clients finaux sont à la recherche, à la fois de transparence, de sécurité et de réduction des coûts. Autrefois contraints par le monopole des marchés nationaux, ils peuvent déjà, pour les plus importants d'entre eux, « faire jouer la concurrence ». Ils œuvrent pour faire « coïncider » l'infrastructure financière et les infrastructures de marché, avec leurs attentes et leurs besoins.



L'incapacité actuelle des clients finaux à satisfaire « directement » ces besoins

Les clients finaux n'ont pas d'accès direct au marché et sont tenus de faire appel à des intermédiaires « à statut ». Toute la théorie de l'intermédiation financière s'applique à montrer que l'intermédiation se justifie à la fois par l'imperfection des marchés et les avantages comparatifs des intermédiaires en matière de coûts de transaction, de technologie, de traitement de l'information ; plus récemment, de coûts d'accès aux marchés et de maîtrise des techniques de gestion des risques (Merton, 1998 ; Allen et Santomero, 1998 et 2001 ; Scholtens et van Wensween, 2000). Les intermédiaires de marché renvoient donc aux fondements théoriques de l'intermédiation.

Les institutions qui donnent accès à ces fonctions

- Les intermédiaires de marché, mandataires des clients

Pour une opération simple d'achat/vente de titres sur un marché boursier, par exemple on peut dérouler le processus suivant. Le client final doit, avant toute opération, ouvrir un compte titre (adossé à un compte espèces), chez un *teneur de comptes* qui assurera le suivi comptable des opérations et « la garantie de propriété¹⁰ » des titres. Si cet intermédiaire n'est pas habilité à intervenir sur le marché, le client aura recours à un *négociateur* (*broker, trader*). Celui-ci va acheter les titres et les présenter *via* un compensateur (*clearer*) dans une *chambre de compensation* avant de régler l'opération. Ensuite, il doit s'assurer de leur inscription dans les comptes d'un *conservateur* (*custodian*). Le traitement peut ainsi être assuré par une seule ou par une succession d'intervenants différents qui utilisent les moyens techniques mis à disposition par des « intermédiaires centralisateurs ».

- Les intermédiaires « centralisateurs » gestionnaires des systèmes

Dans le schéma européen actuel, de marchés centralisés et dirigés par les ordres, les intermédiaires « centralisateurs » assurent le fonctionnement opérationnel des marchés. Ce sont des entreprises privées, dont les objectifs industriels, ne recoupent, ni ceux des utilisateurs (prêteurs et emprunteurs), ni ceux des autorités. Prestataires de services à forte composante informatique et organisationnelle, parfois cotés en Bourse, ils subissent une compétition industrielle et technologique permanente. Dans un monde financier où la globalisation est quasi achevée, leurs ambitions dépassent désormais largement le territoire de leur(s) autorité(s) de tutelle. Ces opérateurs sont respectivement :

- des « *entreprises de marché* » chargées de la gestion opérationnelle de la phase de détermination des prix et des quantités. Elles matérialisent

le « marché » au sens restrictif et mettent à la disposition de leurs membres agréés, les moyens informatiques (les systèmes de cotation) et informationnels, de comparer, de *matcher* (appairer) les ordres et d'envoyer les instructions nécessaires aux phases suivantes de la circulation des titres ;

- des « *chambres de compensation* » qui assurent la fonction de contrepartie centrale des marchés. Elles assurent la garantie de bonne fin des opérations ;
- des « *dépositaires centraux* » de titres (*Central Securities Depositories, CSD*), en charge de la conservation « ultime » des titres qui gèrent les « stocks » de titres nationaux et administrent les systèmes de règlement/livraison (R&L) ;
- des BCN et la BCE. En tant que gestionnaires du *cash*, elles sont forcément impliquées dans les transactions sur titres.

Schéma synoptique de l'approche institutionnelle des infrastructures de marché

Lorsqu'il existe une obligation légale de centralisation, c'est-à-dire sur les marchés dirigés par les ordres, les intermédiaires centralisateurs mettent à la disposition des intermédiaires de marché, des systèmes automatisés qui assurent les fonctions du marché.

8

Tableau n° 2
Schéma synoptique de l'approche institutionnelle
des infrastructures de marché

FONCTION I : Détermination des prix et quantités échangées

- o PHASE I de négociation (*Trading*)
- o INTERMÉDIAIRE CENTRALISATEUR : Entreprise de marché
- o OUTIL : Système de négociation



FONCTION II : Sécurisation des transactions du marché

- o PHASE II de compensation (*Clearing*)
- o INTERMÉDIAIRE CENTRALISATEUR : Chambre de compensation
- o OUTILS : Système informatique de calcul des risques/appels de marge/compensation des flux/ vérification titres/cash



FONCTION III : Règlement/livraison (flux) stockage des informations sur titres, gestion des OST¹¹(stocks)

- o PHASE III (1) de règlement/livraison - dénouement (*Settlement*)
- o INTERMÉDIAIRES CENTRALISATEURS : Dépositaire Central
Banque Centrale
- o OUTILS : Syst. informatiques de gestion de flux (*cash*, titres)
- o PHASE III (2) de conservation (*Custody*)
- o INTERMÉDIAIRES CENTRALISATEURS : Dépositaire central
Banque Centrale
- o OUTILS : Syst. informatiques de gestion de stocks (*cash*, titres)



Ainsi, pour assurer la « *fonction de détermination des prix et des quantités* » (phase de négociation), les entreprises de marché mettent à la disposition des intermédiaires de marché agréés (les négociateurs), un ou plusieurs système(s) de cotation qui marie(nt) les ordres d'achat et de vente compatibles, inscrits sur le carnet d'ordre centralisé. Le système envoie ensuite les informations nécessaires pour la suite des opérations à la chambre de compensation.

Pour assurer la « *fonction de sécurisation des opérations* » (phase de compensation), la chambre de compensation met à disposition de ses adhérents des systèmes permettant d'optimiser les échanges de titres/ *cash* et de prendre en charge le risque de contrepartie. Le système de *clearing* s'assure de la faisabilité des opérations présentées par les négociateurs, c'est-à-dire de la présence des titres, d'une part, et du *cash*, de l'autre. Il doit ensuite estimer les risques pris par les compensateurs sur un ou plusieurs marché(s) selon les cas et calculer les *deposits* et appels de marges nécessaires à leur couverture. Le système envoie les informations nécessaires pour la phase suivante.

Pour assurer « *les fonctions de règlement/livraison et d'ajustement des stocks* » (phases de dénouement - conservation), deux organismes sont mobilisés : le dépositaire central pour la partie titre, et la Banque centrale, voire une banque commerciale¹², pour la partie flux de *cash*. Ils mettent à disposition des systèmes de gestion de flux et d'inscription dans les comptes de stock. Le dépositaire central doit, en outre, vérifier à tout instant que la quantité de titres en circulation correspond bien à la quantité de titres émis.

D'un point de vue général, dans les systèmes dirigés par les ordres, les intermédiaires centralisateurs assurent toute la logistique au cœur des marchés. En analyse fonctionnelle, le problème posé, cependant, est de savoir s'ils sont les mieux placés pour assurer l'ensemble de ces fonctions ou si d'autres structures, par exemple des plates-formes informatisées de négociation (*Multi Trade Facilities, MTF*¹³) ou bientôt « internalisateurs », ne seraient pas plus efficaces. De fait, la nouvelle DSI¹⁴ entérine différents modes de négociation. La question de l'efficacité organisationnelle est posée entre centralisation/monopole et éclatement/concurrence et la réponse n'est pas forcément la même pour les différents segments de marchés (négociation, compensation, conservation) ; elle ne doit pas être la même non plus selon que l'on considère les infrastructures de marché ou l'infrastructure financière.

Pour cette dernière, en effet, dans un contexte de globalisation des opérateurs, si des infrastructures de qualité ne suffisent pas à « faire le marché » (encore que des structures pleinement intégrées permettent d'accroître sa liquidité), elles sont la condition *sine qua non* de son bon fonctionnement. Elles sont indispensables pour gagner en



crédibilité. On note que les grands investisseurs, notamment anglo-saxons, sont de plus en plus sensibles à la confiance que leur inspire « une zone financière ». Ils dressent pour cela des *check lists* déclinant les différents critères qu'elle doit remplir, avant de décider d'y investir.

Une zone peut donc comprendre plusieurs infrastructures de marchés, voire uniquement des internalisateurs reliés entre eux, mais si elle n'était pas dotée d'une infrastructure financière unifiée avec un dépositaire central, un système de règlement de gros montants pour le *cash* et un système de règlement-livraison de titres performant (voire des systèmes parfaitement interconnectés), elle risquerait fort d'être mise à l'écart de la finance globalisée. Or, nous allons voir que dans la « zone Europe », les composantes de l'infrastructure financière sont encore loin de l'homogénéité et les multiples infrastructures de marchés sont très éclatées, mal connectées entre elles et sans schéma clair de développement européen.

L'ESPACE FINANCIER EUROPÉEN, UNE CONSTRUCTION « DISPARATE »

La construction européenne, la mise en place de l'euro et l'éclatement de la notion de Place financière nationale qui en découle logiquement, ont modifié considérablement les contours de l'infrastructure financière, des infrastructures de marchés ainsi que les relations entre intermédiaires « centralisateurs et de marchés », au point de créer une situation tout à fait inédite et instable.

L'infrastructure financière européenne : trois espaces remodelés selon des logiques et des rythmes différents

La mise en place de l'euro, la construction évolutive de l'espace financier européen et la globalisation financière ont « brouillé » la notion de place financière. Les espaces pertinents ne sont plus des territoires géographiques, mais des univers fonctionnels qui épousent rarement la dimension nationale, encore moins celle de l'UE ou de la zone euro. Ils sont pluriels et développés selon des logiques diverses, voire discordantes.

Un espace de paiement, fondé sur une logique fédérale, unifié faute d'être unique

L'infrastructure européenne des paiements concerne les 25 pays de l'UE, au-delà des 12 pays de la zone euro. La monnaie européenne révèle l'existence d'une « communauté de paiements », appuyée sur plusieurs « systèmes de paiement nationaux ». Il existe un véritable « espace unifié



des paiements », fondé sur l'utilisation de l'architecture paneuropéenne de gros montant, avec le système *Target* qui relie et rend compatibles les *RTGS* nationaux. L'UE s'est ainsi dotée d'une infrastructure intégrée des paiements¹⁵.

Pour les faibles montants, la procédure a été plus longue, l'enjeu étant moins immédiat, mais l'espace de petits paiements européen se construit progressivement avec le SEPA (*Single European Payments Area*) et sous l'impulsion de l'EPC (*Euro Payments Council*). On peut donc dire que cet espace, faute d'être unique, est unifié. La *démarche fédérale de la BCE* et de la Commission ont largement contribué à ce résultat.

Des espaces réglementaires nationaux avec une coopération a minima

Pour la construction de l'espace réglementaire européen, la démarche est, au départ, celle de la coopération alors même que le développement de marchés transnationaux pose le problème du bien-fondé de tutelles nationales, ce que le rapport Lamfallussy¹⁶ souligne très clairement.

Il s'agit de donner corps à un dispositif de régulations coordonnées, qui supprime toute entrave réglementaire à la libre concurrence. Le procédé doit cependant être assez souple pour rester en phase avec l'évolution rapide et constante des marchés, et éviter de buter sur les problèmes de « majorité », courants en Europe, d'où l'intronisation des « comités », supposés plus réactifs et plus proches des réalités du terrain que les grandes instances européennes. Fondée sur une démarche ni fédérale, ni vraiment coopérative, la construction de l'espace réglementaire européen utilise donc une *procédure d'exception* à mi-chemin entre le fédéralisme et la coopération. De fait, une coopération active et réactive entre régulateurs nationaux semble un minimum pour promouvoir un cadre sécurisé pour les opérations financières européennes et éviter le « *dumping* réglementaire ».

Des espaces organisationnels évolutifs soumis à la logique du marché

La démarche retenue ici est celle de la *libre concurrence* entre les intermédiaires centralisateurs et, plus récemment, entre ces derniers et les intermédiaires de marché, dans un domaine où les économies d'échelle peuvent engendrer de forts gains de productivité. Déjà réelle sur le créneau de la conservation, cette concurrence sera désormais consacrée, pour la négociation, par la DIMF. Le jeu des fusions d'entreprises pourrait conduire, à terme, à une relative unité, mais le processus est long, incertain et rien n'assure que son aboutissement soit en phase avec l'intérêt général. On peut s'étonner de ce choix quand on sait que la circulation transfrontalière des titres, sur le

marché monétaire comme sur le marché financier (produits de taux obligataires et titres de propriété), est aujourd'hui encore considérablement freinée par l'existence de différents circuits de R&L, imparfaitement connectés. Chaque intermédiaire centralisateur national cherche à imposer ses systèmes informatiques comme standard. De ce fait, plusieurs modèles rivaux d'organisation des marchés émergent. L'objectif initial d'un marché unique a fait place à des projets de segments concurrents (fusions horizontales) et/ou de modèles intégrés (fusions verticales) à l'échelle européenne, à moins que les opérateurs ne passent directement à la dimension mondiale.

Ainsi, si l'Europe monétaire est une réalité, du moins autour de la zone euro, l'Europe financière reste un territoire de contrastes. Faute d'organisme fédéral, il n'existe pas de « *Target* des titres » qui assurerait, à la fois l'unité réglementaire et leur parfaite circulation dans un entrelacs de systèmes et d'institutions différents.

Graphique n° 2
L'infrastructure financière européenne



Ce graphique résume la diversité des communautés de paiement, des espaces réglementaires et des espaces organisationnels. Alors que la communauté des paiements est unifiée pour les pays de la zone euro, qu'elle est stabilisée et techniquement organisée pour ceux du MCE 2 (Mécanisme de change européen 2) (autour de *Target*), l'espace financier est divisé en 25 espaces réglementaires, plus ou moins compatibles. Les espaces organisationnels¹⁷ sont multiples et ne recourent ni la communauté de paiement, ni les territoires nationaux. Enfin, les deux ICSD (*International Central Securities Depositories*), Euroclear et Clearstream, opèrent sur des espaces encore différents.



Ces disparités sont des sources de coûts de transaction supplémentaires pour les opérations transfrontalières. On estime à plus de 20 %, le taux de suspens sur les transactions internationales de titres, alors que le taux de dénouement des opérations domestiques en France est de 99 %. En termes de délais, les dénouements ont du mal à s'effectuer à J+3, au moment où les Places financières nationales cherchent à mettre en Place le J+1, enfin certains estiment que les opérations transfrontières peuvent coûter jusqu'à 10 fois le prix des opérations domestiques.

L'infrastructure financière européenne est ainsi constituée d'éléments « à géométrie et logiques variables ». Or, elle fonde un ensemble de services collectifs caractérisés par la non exclusion et la non rivalité¹⁸ ou plutôt un ensemble « biens de club », exclusifs mais non rivaux, porteurs d'externalités. En théorie, ceci imposerait une conception collective et une réglementation publique forte, notamment pour prévenir les risques systémiques. Le caractère inachevé de l'infrastructure financière européenne laisse donc une zone de flou, importante qui justifie l'émergence de structures de marchés concurrentes, finalement peu axées sur la dimension européenne¹⁹.

La consolidation incertaine des infrastructures de marché en Europe

13

Les effets directement liés à la logique de concurrence

Le passage à l'euro, en supprimant le risque de change, a remis en cause l'assise nationale des intermédiaires centralisateurs. L'élargissement de l'espace organisationnel a entraîné des fusions qui posent le problème de la sécurité du marché dans son ensemble. Dans l'organisation « nationale », il n'existait pas de différence entre le marché, l'entreprise gestionnaire et les différentes phases du marché. Dans le schéma d'organisation mis en place à la suite de la transposition de la première DSI, et du passage à l'euro, cette construction verticalement intégrée a fait place à une approche fonctionnelle, plus horizontale, qui ouvre la porte à des entités plus spécialisées et compétitives, mais moins habitées par l'intérêt général européen.

Les évolutions réglementaires (voire fiscales dans une acception large), vont encore beaucoup plus loin puisqu'elles induisent, avec la DIMF (Directive sur les instruments et sur les marchés financiers), un processus de mise en concurrence des intermédiaires centralisateurs et des intermédiaires de marché²⁰. C'est l'enjeu de la légalisation du traitement en interne (décentralisé) d'une partie de la fonction de négociation. La DIMF encourage par ailleurs une segmentation



horizontale des infrastructures de marché avec un réseau dense d'inter-connexions transnationales. Elle pose ainsi, dans son article 32, que tout prestataire de services d'investissement (PSI) doit pouvoir accéder « directement ou indirectement, aux systèmes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement (des autres États membres)... aux fins du dénouement de transactions sur instruments financiers », aux mêmes conditions que les participants nationaux. Cette disposition implique que les marchés réglementés ou les *MTF*, doivent donner à leurs membres ou participants « le droit de désigner le système (de règlement-livraison, R&L) utilisé pour le dénouement des transactions sur instruments financiers effectuées *via* leurs systèmes (de négociation) », alors que ces systèmes sont, le plus souvent, imposés. Cette faculté suppose l'existence de liens entre le système de R&L choisi et le marché où la transaction a eu lieu.

Considérant que la mise en concurrence des intermédiaires traditionnels avec de nouveaux intervenants (courtiers en ligne) a contribué à la baisse des coûts de transaction, on conçoit que les intermédiaires de marché puissent être tentés, pour la même raison « de se passer » des structures « *centralisatrices* » et d'internaliser la totalité des opérations pour rentabiliser leurs propres systèmes. Dans ce cas, il n'y a plus de fonction centralisatrice. Les intermédiaires créent leur propre marché, dans un environnement parfaitement concurrentiel et peuvent se rassembler en réseau. L'infrastructure de marché en est alors profondément transformée (passage d'un système dirigé par les ordres à un système dirigé par les prix, rapprochement facilité avec les opérateurs anglo-saxons). La liberté de choix s'accompagne donc de la nécessité d'organiser la concurrence européenne sur le marché et le post-marché.

L'ensemble des transformations de la structure financière a donc enclenché un *processus de recherche d'infrastructures de marchés industriellement optimales*, susceptibles d'entraîner la disparition d'institutions sur certains segments ou, au contraire la création de nouvelles, voire la transformation du statut de certaines. On peut y voir l'amorce d'un changement institutionnel dans le cadre de fonctions qui, elles, sont maintenues. Une telle transformation devrait limiter les causes actuelles d'inefficience, elle reste la seule chance de développement d'une dimension européenne.

La traduction de l'éclatement des infrastructures en termes d'inefficience

Le rapport Giovannini a permis de mettre en évidence les barrières à l'intégration des marchés. Elles se traduisent par des coûts de transaction élevés qui gênent la circulation intra-européenne des titres et l'émergence du marché paneuropéen de l'épargne.

Encadré**Les 13 barrières identifiées par le rapport Giovannini****• Barrières liées aux aspects techniques et aux pratiques de marché**

1. Différences dans les technologies informatiques et les interfaces
2. Restrictions nationales qui impliquent l'utilisation de systèmes multiples
3. Différences dans les règles relatives aux droits à la propriété et la conservation des titres
4. Absence d'irrévocabilité intra-journalière
5. Difficultés pratiques liées à l'accès à distance
6. Différences dans les délais de dénouement
7. Différences dans les journées comptables
8. Différences dans les modalités d'émission des titres
9. Restriction sur la localisation des titres
10. Restrictions relatives à l'activité des membres du marché.

• Barrières liées aux aspects fiscaux

1. Règles de retenue à la source, défavorables aux intermédiaires étrangers
2. Collecte des taxes, intégrée au système de R&L local.

• Barrière relative à la certitude légale

1. L'absence d'une base législative européenne pour le traitement des avoirs-titres.

Source : Rapport Giovannini.

15

Des coûts de transaction élevés

La multiplicité des organismes de règlement-livraison est un facteur primordial des coûts de transaction sur opérations intra-européennes, au regard de ceux enregistrés aux États-Unis où existe un système centralisé, DTCC (*Depository Trust and Clearing Corporation*).

Tableau n° 3**L'existence de coûts de transaction pour les opérations crossborders**

Type d'ordre	Moyenne	EU	Europe
Ordre « domestique »	70 à 85 €	85 €	67 à 90 €
Prix broker	60 à 75 €	75 €	60 à 75 €
Prix custodian	10 €	10 €	7 à 15 €
Ordre « transfrontalier »	85 à 115 €	100 à 115	85 à 115 €
Prix broker	60 à 75 €	75 €	60 à 75 €
Prix custodian	25 à 40 €	25 à 40 €	25 à 40 €

Prix complet pour l'investisseur pour un ordre de 30 000 € (transaction sur action).

Source : AFTI, novembre 2002.

Des entraves à une circulation internationale des actifs

Dans un univers globalisé, l'épargne, et donc les titres, sont parfaitement mobiles. Or des travaux récents (Danthine, 2000)²¹, font état d'une corrélation étroite entre taux d'épargne et d'investissement nationaux. Le système financier international ne serait donc pas intégré.

Tableau n° 4
Structure des portefeuilles des acteurs institutionnels

	Structure des portefeuilles des acteurs institutionnels	
	Part de valeurs domestiques	Part de valeurs étrangères
Allemagne	87 %	13 %
Belgique	91 %	9 %
Espagne	98 %	2 %
France	94 %	6 %
Italie	89 %	13 %
Royaume-Uni	74 %	26 %

Source : cabinet Eurogroup.

Les données disponibles montrent, effectivement, que la part des actifs étrangers dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, atteint près de 30 % au RU et aux Pays-Bas, mais reste inférieure à 11 % aux USA, à 23 % au Japon. Ceci traduit une nette préférence pour l'habitat national (*home bias*).

Des entraves à une gestion européenne de l'épargne

Les coûts de transaction, la multiplicité des marchés et des réglementations, limitent considérablement la gestion européenne de l'épargne. Celle-ci reste morcelée et encore trop peu encline à s'investir dans des projets communautaires. Une plus grande intégration des marchés européens doit contribuer à rendre relativement moins attractifs les investissements de portefeuille à l'extérieur de la zone et à financer plus volontiers des projets d'entreprises européennes. C'est là un défi important à relever, notamment pour les fonds de pension et d'épargne salariale.

Des schémas concurrents d'infrastructures de marchés dans lesquelles les fonctions sont assurées par des institutions de natures différentes

Un processus de consolidation au plan national

La consolidation des infrastructures a d'abord, été mise en œuvre au plan national. La France s'est engagée de longue date dans ce processus : en matière de négociation, les Bourses régionales ont progressivement fermé au profit de la Bourse de Paris. En matière de compensation,

LCH.Clearnet, avant de connaître son développement paneuropéen²², est née de la fusion des chambres de compensation des différents compartiments des marchés français. Dans le domaine du règlement-livraison et de la conservation, Sicovam a été érigée en pôle unique. Dans d'autres pays, ce processus de consolidation des institutions de Place est moins abouti. Il est, toutefois, d'ores et déjà en cours, pour la négociation et surtout dans le domaine du règlement-livraison. Partout l'objectif est le même : créer un système intégré permettant de traiter toutes les catégories de titres dans un même système piloté par un seul opérateur. Une telle évolution ne peut manquer d'ouvrir la voie à des rapprochements plus ambitieux.

Quels schémas de consolidation possibles en Europe ?

Le processus de rationalisation peut s'opérer selon plusieurs scénarios. On distinguait jusqu'à présent trois schémas de rationalisation des marchés (Duvivier et Hervo, 2002), deux d'entre eux reposant sur deux approches opposées, au moins en apparence, le dernier pouvant être qualifié d'hybride. Il semblerait que la nouvelle DSI condamne le plus rigide.

- L'organisation centralisée, verticale, en « silo », en cours d'abandon : elle propose aux intervenants une chaîne intégrée de traitement des différentes fonctions, gérée par des partenaires ayant entre eux des liens capitalistiques forts. La tête de pont en Europe de l'organisation en silo a, jusqu'à présent, été le marché intégré de Deutsche Börse. Pourtant, en mars 2004, le marché allemand a annoncé la possibilité, pour les opérateurs, de choisir leur chambre de compensation et le système de règlement-livraison ;

- L'organisation horizontale : elle repose sur des assemblages variables de blocs fonctionnels indépendants. Les restructurations se mènent, à chaque stade de la chaîne titres, par rapprochements ou alliances. Il s'agit de la forme d'organisation qui tranche le plus avec le fonctionnement « historique » de Bourses pleinement intégrées. Le schéma horizontal est symptomatique de l'éclatement des métiers de la filière-titres. Dans sa version maximaliste, un opérateur peut faire le choix de l'institution auprès de laquelle il achète, fait compenser, et règle/livre ses titres. Ce schéma a été adopté par Virt'X, issu de la fusion entre la Bourse suisse et Tradepoint. Très souple, il présente l'avantage de favoriser la concurrence et donc la baisse des coûts de transaction. Il pose, cependant, le problème de la compatibilité des systèmes entre eux et de l'inexistence d'un « *Target des titres* » ;

- L'organisation hybride : l'organisation d'Euronext, dans sa philosophie, fait référence à l'organisation horizontale, au sens où le groupe a progressé par regroupements horizontaux (constitution de la plateforme de négociation Euronext, de la contrepartie centrale LCH.Clearnet



(indépendante), rapprochements au sein d'Euroclear Bank (entité autonome) d'Euroclear France, Necigef et CIK, fusion avec Crest Co). Pourtant, son mode de fonctionnement actuel l'apparente à une structure en silo, dans la mesure où la liberté de choix est finalement assez réduite. Ainsi, la Bourse de valeurs propose-t-elle pour l'instant une chaîne de traitement type (dimension verticale), tout en s'engageant dans l'avenir, à ouvrir la possibilité de recourir à d'autres opérateurs (dimension horizontale).

En fait, cette opposition tranchée entre les trois systèmes, utile pour une présentation pédagogique, reste très théorique. Les dernières évolutions du marché allemand le montrent. Chaque entité cherche, en effet, concrètement à acquérir une position dominante en jouant à la fois sur une part d'intégration verticale et une part d'intégration horizontale, dans la plus pure tradition industrielle.

Ainsi, la question du remembrement financier des infrastructures centrales européennes est aujourd'hui clairement posée. Plusieurs modèles de consolidation peuvent être envisagés : un seul grand marché de la négociation ; plusieurs plates-formes de négociation en concurrence les unes avec les autres avec des supports de marchés (compensation, R&L) intégrés ; éclatement dû à l'internalisation des ordres ; consolidation verticale autour de quelques places phares, voire d'un duopole ; concurrence « horizontale » sur les 3 pôles de compétences entre plusieurs entreprises de marché, plusieurs chambres de compensation, plusieurs dépositaires centraux ; abandon de la dimension européenne au profit d'une intégration directement mondiale²³. Le champ des possibles est donc large. Un schéma à multiples interconnexions, faute d'être le plus simple, semble le plus probable.

Dans le contexte d'internationalisation des activités financières, l'euro pose avec acuité la question de la constitution d'un territoire financier européen des titres et des services d'investissement pour répondre aux attentes des émetteurs, des investisseurs et des banques. L'euro a catalysé un double mouvement d'intégration, dans les systèmes de paiement *via Target* et dans les différents marchés (monétaire, obligataire, actions) par un mouvement de convergence des prix. Mais la monnaie européenne a révélé aussi un certain nombre de freins à cette intégration. La finance européenne est une réalité contradictoire : les marchés européens existent, mais leurs infrastructures sont encore, pour l'essentiel, nationales. Ainsi, le remembrement des territoires financiers passe, sans doute, à la fois par le renforcement de l'harmonisation des réglementations, et par un processus concurrentiel qui doit assurer l'égalité d'accès (tant légale que technologique) aux différents intervenants.

NOTES

1. Conseil européen de Lisbonne en 2000 et conseil de Stockholm en 2001.
2. Communication de la Commission européenne au Conseil et au Parlement européen : « Les coûts transfrontaliers excessifs doivent être supprimés et il faudra minimiser les risques juridiques ou autres susceptibles de résulter d'un manque d'efficacité de la compensation et du règlement-livraison si l'on veut pouvoir disposer d'un marché des valeurs mobilières réellement intégré au niveau de l'UE ».
3. Merton (Dir.), (1998), p. 309.
4. Le groupe Giovannini a publié en avril 2003 un deuxième rapport « Second report on EU clearing and settlement arrangements ».
5. « *A payment system consists of a set of instruments, banking procedures and, typically, interbank funds transfer systems that ensure circulation of money* ». Source : Committee on Payment and Settlement Systems, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, janvier 2001.
6. Les transactions de gros montants ont généralement un montant unitaire supérieur à 800 000 €. TBF, Transfert Banque de France est le système de règlement brut de gros montants administré par la Banque de France. Il est le RTGS français et constitue un point d'entrée au système européen Target 1 (*Trans-Automated Real Gross Express Transfer*) géré par la BCE. Paris Net Settlement. PNS est un système à dominante nette utilisé pour certains paiements de gros montants non-traités par TBF. Euro 1 : Système de compensation d'opérations de gros montants de l'ABE (Association Bancaire pour l'euro).
7. Voir les travaux de Hoenig (1997), Rajan (1998). La présence d'externalités et le repérage d'asymétries informationnelles justifie traditionnellement une réglementation publique destinée à garantir la solidité des systèmes de paiement, lesquels sont l'incarnation concrète de la monnaie comme bien public. Ces auteurs montrent que la tendance récente est à un mode de gestion technique de ces imperfections de marché traditionnellement traitées par la réglementation.
8. Respectivement l'AMF - Autorité des marchés financiers - et la Commission bancaire, en France.
9. Cette approche fonctionnelle s'impose d'autant plus qu'elle a été introduite par la Directive européenne sur les services d'investissement (DSI) de 1993, qui a été transposée en droit français par la loi MAF (Modernisation des activités financières) en juillet 1996 et qui a défini les fonctions des PSI (prestataires de services d'investissement). Cette directive retient une conception du marché plus large que le seul lieu de rencontre des offres et des demandes et entend modifier l'organisation de l'ensemble des fonctions qu'il remplit.
10. C'est sa fonction « notariale ».
11. Les Opérations sur titres, désignent toutes les opérations qui ponctuent la « vie » d'un titre (augmentation de capital, détachement de coupon, paiement de dividendes...).
12. Banque centrale en cas de règlement en monnaie centrale, ce qui est généralement le cas en France, banque commerciale en cas de règlement en monnaie commerciale, ce qui est aussi possible sur Euronext.
13. Ce sigle s'est substitué à celui des ECN (*Electronic Communication Networks*) et à celui d'ATS (*Alternative Trading System*).
14. La nouvelle DSI a été adaptée sous le vocable DIMF (Directive sur les instruments et les marchés financiers).
15. Pour une démonstration complète et argumentée voir G.Chanel-Reynaud et D. Chabert (2004).
16. Rapport Lamfallussy (2001), rapport du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, février, (76 p). « Le Comité relève un constat presque unanime selon lequel le cadre réglementaire actuel de l'Union européenne est trop lent, trop rigide, trop complexe et mal adapté au rythme des changements survenant sur les marchés financiers mondiaux ».
17. Nous n'avons fait apparaître ici qu'Euronext en tant qu'espace multinational, mais d'autres regroupements existent, soit avec des pays tiers (Virt'x), soit partiels autour de OM Gruppen, soit par « tranches de marchés » (Eurex par exemple).
18. Un bien est rival lorsque sa consommation par un agent réduit les possibilités des autres agents. Un bien est exclusif lorsqu'il est possible d'empêcher un agent de le consommer. Les biens collectifs purs sont non rivaux et non exclusifs alors que les biens privés purs sont rivaux et exclusifs. Les biens de club présentent la caractéristique d'être exclusifs mais non rivaux (autoroute à péage par exemple).

19. Euronext travaille avec de multiples Bourses étrangères, Eurex s'est positionné aux USA, Euroclear est détenu essentiellement par des banques américaines...
20. Ce qui induit d'emblée une stratégie plus globale qu'européenne.
21. À la suite des travaux précurseurs de Feldstein et Horioka (1982).
22. Dans sa configuration actuelle au sein du groupe Euronext (juillet 2002), LCH.Clearnet résulte de la fusion, en février 2001, des chambres de compensation française, belge et néerlandaise, qui étaient auparavant intégrées à leur bourse nationale et enfin de la fusion avec l'entité anglaise LCH.
23. On voit bien les tentatives d'Eurex sur le segment des dérivés, avec son implantation à Chicago.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN F., SANTOMERO A.M., (1998), « The theory of financial intermediation », *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 271-294.
- ALLEN F., SANTOMERO A.M., (2001), « What do financial intermediaries do? », *Journal of Banking and Finance*, 21, pp. 1461-1485.
- CHABERT D., CHANEL-REYNAUD G., (2001), « Les conséquences du passage à l'euro sur l'intermédiation de marché », *Banque stratégie*, n° 181, avril 2001, pp. 22 à 24.
- CHANEL-REYNAUD G., CHABERT D., (2004), *L'infrastructure financière européenne. Quels schémas de développement pour l'Europe des titres ?*, Banque éditeur, 303 p.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, (2002), « Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'UE ». Principaux problèmes et défis futurs, mai, COM 257.
- DANTHINE J., (2000), « The future of European Banking », *Monitoring European Integration*, n°9, CEPR, Londres
- DUVIVIER A., HERVO F., (2002), « La chaîne de traitement des opérations sur titres en Europe », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, n° 99, mars, pp. 41 à 53.
- GIOVANNINI (Groupe), (2001), Rapport sur les mécanismes transfrontaliers de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne, novembre, *Economic Paper* n° 163.
- HOENIG P.A., (1997) « The search for optimal regulation: the pre-commitment approach », *Federal Reserve of Philadelphia Bulletin*.
- LAMFALLUSSY, (2001), Rapport du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, février, 76 p.
- MERTON R. C (Dir.), (1998), *La finance sans frontière*, Économica.
- RAJAN R., (1998) « The past and future of commercial banking viewed through an incomplete contract lens », *Journal of Money, Credit and Banking*, 3.
- SCHOLTENS B., von WENSWEEEN D., (2000), « A critic on the theory of financial intermediation », *Journal of Banking and Finance*, n° 24, pp. 1243 à 1251.