



# INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ : HARMONISATION DES PRATIQUES DE MARCHÉ ET INTÉGRATION DES SYSTÈMES

JOËL MÉRÈRE \*

L'arrivée de l'euro a joué un véritable rôle de catalyseur pour l'ensemble des acteurs/décideurs des marchés financiers sur la question de la constitution d'un véritable marché européen des capitaux, en raison des bénéfices qui étaient (et sont toujours) attendus de cette consolidation.

En 2003, à la question : « Quels sont les bénéfices d'un marché des capitaux intégré<sup>1</sup> ? », M. Frits Bolkestein, ancien commissaire européen au marché intérieur, concluait qu'il en attendait la mise en place d'un espace de liquidité unique avec une concurrence accrue, ainsi qu'une gamme d'investissements plus large. Ces mesures devaient, selon lui, conduire à une baisse du coût du capital pour les 18 millions de sociétés européennes.

Un rapport du *London Economics*<sup>2</sup> prévoyait, de son côté, pour les 10 prochaines années, une augmentation potentielle du PIB européen de 1,1 %, une augmentation de l'emploi de 0,5 % et, en moyenne, une diminution de 0,5 % du coût du capital, dont bénéficieraient l'ensemble des États membres si une telle intégration se réalisait.

Les recherches publiées par l'Investment Management Association suggéraient, par ailleurs, que la création d'un véritable marché unique de la gestion d'actifs pourrait générer des bénéfices économiques d'au moins 5 Md€ par an à ce marché de 10 000 Md€.

\* Président de l'European Central Securities Depositories Association (ECSDA)



Dans le domaine des titres, les activités de post-marché - compensation et règlement-livraison - ont été rapidement identifiées comme étant le domaine susceptible de générer les réductions de coûts et de risques les plus substantielles à condition de trouver les moyens de rationaliser et d'optimiser le fonctionnement de la quarantaine de systèmes différents existants en Europe.

En effet, les activités de compensation, lorsqu'elles existent, et de règlement-livraison ayant été organisées selon un modèle domestique, il est apparu que cette fragmentation était la principale source du coût élevé des transactions en Europe (plusieurs fois supérieur au coût des transactions aux États-Unis) dès lors que ces transactions étaient réalisées sur une base transfrontière, même s'il est également reconnu aujourd'hui que le coût direct des infrastructures représente une part minime du coût total d'une transaction. Ainsi, une étude réalisée par le Cabinet Eurogroup en 2002<sup>3</sup> à la demande de l'AFTI<sup>4</sup> évaluait à environ 4 % le coût des infrastructures dans la chaîne de valeur des opérations. Cette même étude situait « l'essentiel de l'enjeu [...] dans la résorption des spécificités techniques et juridiques constatées pays par pays ».

Cette question avait d'ailleurs commencé à être débattue peu avant l'introduction de l'euro, notamment au sein de l'ECSDA (European Central Securities Depositories Association - Association européenne des dépositaires centraux), créée, il faut le souligner, dans cette perspective en 1997 sous l'impulsion de l'Institut monétaire européen, précurseur de la Banque centrale européenne. Mise sur pieds en vue de favoriser, par ses réflexions et travaux, la circulation transfrontière des titres, cette Association continue de jouer aujourd'hui un rôle majeur dans l'élaboration de solutions visant à aboutir à un règlement-livraison transfrontière sûr et à moindre coût en Europe.

S'agissant des infrastructures, il est apparu que leur contribution au développement d'un véritable marché financier européen intégré pouvait reposer sur deux approches distinctes : soit la consolidation des plates-formes de règlement-livraison, soit le développement de ce qu'il est convenu d'appeler l'interopérabilité, c'est-à-dire une interconnexion performante entre différents systèmes. Mais il était dans le même temps reconnu que ces deux approches avaient en commun de nécessiter un même préalable : l'harmonisation des pratiques et processus de marché, ainsi que de leurs environnements légaux (y compris sous l'aspect de l'harmonisation des processus fiscaux comme, par exemple, la mise en œuvre de la retenue à la source) et réglementaires.

L'harmonisation est donc rapidement apparue comme un facteur clé.



## *HARMONISATION : DE LA THÉORIE À LA PRATIQUE*

Parmi les principales références en matière d'harmonisation des pratiques et des processus de marché dans les domaines de la compensation et du règlement-livraison en Europe, il convient de distinguer les deux rapports du groupe Giovannini<sup>5</sup>. Constitué sous l'égide de la Commission européenne et présidé par Alberto Giovannini, ce groupe a été chargé d'identifier les principaux obstacles à l'intégration totale du secteur de la compensation et du règlement-livraison, ainsi que de définir les acteurs responsables de la levée desdits obstacles. Ces rapports se situent au cœur des réflexions menées par les pouvoirs publics et le secteur privé, quant à la manière d'harmoniser les différentes pratiques de marchés.

### *Les barrières identifiées par les rapports Giovannini*

Les barrières identifiées dans le rapport Giovannini se répartissent globalement en deux catégories, celles qui relèvent de la responsabilité du secteur privé (et relatives aux normes et pratiques de marché) et celles dont l'élimination ne peut résulter que de l'intervention des pouvoirs publics (gouvernements des États membres, en particulier pour la dimension fiscale, ou régulateurs).

Le deuxième rapport a attribué à un certain nombre d'acteurs, publics ou privés, la responsabilité d'entreprendre les réflexions et d'engager les actions en vue de l'élimination de ces barrières.

Le tableau ci-après reprend de façon synthétique l'allocation des responsabilités telle que l'a effectuée le deuxième rapport Giovannini.

### *Les initiatives du secteur privé*

Ce tableau fait en particulier ressortir le rôle important dévolu à l'ECSDA dans le processus engagé pour l'élimination de ces barrières.

Ces dernières années, des liens forts se sont tissés entre les organismes du secteur privé activement engagés dans l'harmonisation des pratiques de marché : preuve en est les travaux réalisés jusqu'à présent par l'ECSDA. L'Association a été chargée, soit seule, soit en collaboration avec d'autres associations professionnelles, de lever 3 des 15 barrières identifiées dans le premier rapport Giovannini.

Deux de ces barrières, relativement techniques, consistent à harmoniser les jours et horaires d'ouverture des systèmes de règlement-livraison de titres sur ceux du futur système Target 2 ainsi qu'à assurer la finalité intra-journalière pour tous les liens existant entre les différents systèmes de règlement-livraison européens (en d'autres termes à garantir que, lorsque des liens existent entre un système A et un système B, des titres transférés de A vers B ne pourront pas être ultérieurement

**Tableau n° 1**  
**Allocation des responsabilités**  
**selon le deuxième rapport Giovannini**

<b>Barrières Giovannini</b>	<b>Responsabilité</b>
1 - Différences au niveau IT (Information Technology)	SWIFT <sup>6</sup>
2 et 9 - Restrictions au niveau national quant au lieu de la compensation et du règlement-livraison et à la localisation des titres	Gouvernements nationaux
3 - Différences dans les règles régissant les opérations sur titres	ECSDA <sup>7</sup> , FBE <sup>8</sup> , European Savings Bank
4 - Finalité intra-day du règlement-livraison	Groupe de travail SEBC/CESR <sup>9</sup>
5 - Obstacles à l'accès à distance aux systèmes nationaux de compensation et de règlement-livraison	Les gouvernements nationaux devraient définir un ensemble de conditions conformes aux exigences établies par le groupe SEBC/CESR
6 - Harmonisation des heures d'ouvertures des systèmes de règlement-livraison pour l'ensemble des marchés actions de l'UE	Marchés
7 - Harmonisation des heures de fonctionnement et des horaires limites de règlement avec TARGET	ESDA et SEBC
8 - Différences nationales dans les pratiques de marché relatives aux émissions de titres	Association of National Numbering Agencies (ANNA) ICMA - (International Capital Market Association)
10 - Restrictions sur l'activité des spécialistes en valeurs du Trésor et celle des teneurs de marché	Gouvernements nationaux
11 - Tous les intermédiaires financiers situés dans l'UE devraient pouvoir offrir des services d'agent fiscal dans l'ensemble des États membres	Gouvernements nationaux et Conseil de l'UE <i>ad hoc</i>
12 - Suppression de toute disposition stipulant que le recouvrement des taxes sur les transactions de titres est exécuté par des systèmes domestiques, afin d'assurer un niveau de service identique aux investisseurs locaux et étrangers	Gouvernements nationaux et Conseil de l'UE <i>ad hoc</i>
13, 14 et 15 - Différences nationales dans le traitement légal du netting et application inégale des règles relatives aux conflits de loi	Directive européenne sur la gestion du collatéral. Les États membres doivent s'assurer de la mise en œuvre totale de cette directive

« rappelés » par A). La dernière barrière confiée à l'ECSDA (en liaison avec des associations représentant les intermédiaires financiers) consiste à harmoniser les règles nationales relatives au traitement des opérations sur titres. Ce dernier obstacle constitue sans aucun doute la plus difficile et la plus vaste des barrières confiées au secteur privé.



Au-delà des opérations classiques que sont les paiements d'intérêts ou de dividendes, les opérations sur titres soulèvent en effet des questions dont la portée est à la fois juridique et technique. Ainsi en va-t-il des dates d'exécution d'un droit relatif à une opération sur titres, appelées *record date* et *ex date*. Sous un énoncé *a priori* simple (il est absolument impératif de connaître la date à laquelle un investisseur est propriétaire des titres pour s'assurer qu'il bénéficiera de l'opération sur titres à laquelle il peut prétendre) se cachent ainsi des règles et des pratiques de marché fort différentes, et donc des systèmes informatiques complexes.

Les différences observées sur les différents marchés au niveau des *record dates* et *ex dates* - qui sont à la base de tout calcul et traitement de droits - génèrent ainsi des coûts et des risques pour les *front* et les *back-offices*, des inefficacités dans le processus de traitement des transactions, voire des possibilités d'arbitrage.

La date du transfert de propriété est également un point largement débattu dans le cadre des travaux d'harmonisation. En effet, selon les juridictions, le transfert de propriété a lieu au moment de la négociation ou du règlement-livraison. Toutefois, dans certains cas, même si le transfert de propriété se fait en date de règlement-livraison, l'acheteur peut prétendre à certains droits à compter de la date de négociation. Cette situation est actuellement examinée par le groupe d'experts juridiques mis en place par la Commission (Legal Certainty Group). C'est à ce niveau de détail qu'apparaît le lien entre les initiatives du secteur public et du secteur privé, rendant l'harmonisation encore plus complexe.

En outre, il convient de noter que des différences existent, non seulement entre les pays, mais également entre les instruments financiers. Ainsi, la signification et l'utilisation de l'*ex date* pour les produits de taux peuvent varier de celle utilisée pour les actions. Par exemple, selon les règles de la Bourse de Londres, l'*ex date* désigne, pour une obligation, la date à laquelle le règlement-livraison doit avoir été effectué, alors que cette date correspond à la *record date* pour les actions.

Dans le cadre du mandat qui lui a été confié par le second rapport Giovannini pour travailler à l'élimination de cette barrière, l'ECSDA a produit un premier rapport relatif aux paiements de dividendes. L'Association y définit 16 standards visant à réduire les principales inefficacités identifiées et propose, pour chacun d'eux, un calendrier de mise en œuvre.

L'engagement fort constaté dans ce processus d'harmonisation s'explique par la perspective à long terme de bénéfices qui viendront compenser les dépenses engagées à court terme. Le nombre de régularisations sur les opérations sur titres<sup>10</sup> devrait en effet sensiblement

diminuer, de même que le traitement manuel et le traitement des exceptions liés à ces activités. Les économies dégagées sur les seuls coûts de traitement seront significatives - l'ESF (European Securities Forum) estime, par exemple, que les coûts attachés au traitement des régularisations sur opérations sur titres supportés par chacun de ses membres s'élèvent à environ 1 M€ par an - et la rationalisation des *back-offices* permettra de réaliser d'autres économies.

S'agissant des barrières relatives aux heures et jours de fonctionnement des systèmes ainsi qu'aux règles de finalité appliquées aux opérations transfrontières, l'ECSDA a également publié deux rapports à ce jour. Le premier, publié en avril 2004, a défini une série de « standards » (n'ayant toutefois pas de valeur réglementaire, puisqu'émanant d'une association professionnelle) par rapport auxquels les membres de l'Association affichent, un an plus tard, un taux global de réalisation de 85 %.

Enfin, même si la barrière n° 1 ne relève pas de la responsabilité de l'ECSDA, on ne peut passer sous silence les travaux menés par SWIFT en vue d'aboutir à une standardisation dans le domaine des moyens de communication, et les membres de l'Association, étant directement concernés, seront un acteur majeur dans ce domaine.

Les obstacles les plus difficiles à lever résident toutefois dans l'harmonisation fiscale, étant précisé ici qu'il ne s'agit pas d'une harmonisation des taux appliqués, mais des procédures mises en œuvre dans chaque pays pour opérer les prélèvements.

La Commission a ainsi mis en place un groupe de travail (FISCO) chargé d'examiner les deux barrières fiscales suivantes : la barrière 11 relative aux procédures de mise en œuvre de la retenue à la source, dans la mesure où les pratiques actuelles pénalisent d'une façon générale dans la plupart des pays les intermédiaires non résidents et la barrière 12 relative à la suppression de toute disposition stipulant que le recouvrement des taxes sur les transactions de titres doit être exécuté par des systèmes domestiques.

Le défi auquel la communauté financière est désormais confrontée consiste à traduire en actions tangibles et en changements concrets les travaux théoriques du groupe Giovannini.

D'un point de vue pratique, la tâche est de grande ampleur. On pourra prendre, à titre d'exemple, le défi auquel doit aujourd'hui faire face le groupe Euroclear qui réunit les dépositaires centraux de titres (CSDs) français, belge, néerlandais, britannique et irlandais, ainsi que le dépositaire central international (ICSD) Euroclear Bank. Le projet d'harmonisation des marchés couverts par le groupe Euroclear a permis d'identifier 85 séries d'actions, différentes<sup>11</sup>. Chacune d'elles implique des modifications d'une pratique de marché - jugée importante pour au



moins l'un des marchés du groupe - et génère des coûts pour les clients qui doivent les intégrer.

Il convient, bien évidemment, de prendre également en considération les impacts liés au processus d'harmonisation. Par exemple, certains intermédiaires, tels les *sub-custodians* ou *agent banks*, sont parvenus depuis longtemps à palier l'absence d'harmonisation en offrant des solutions d'accès transfrontières. Une harmonisation réussie en Europe pourrait ainsi rendre le marché moins dépendant des intermédiaires et permettre de réduire substantiellement le coût de ces opérations en favorisant l'accès direct, mais, avec pour conséquence une réduction plus ou moins importante du marché de la conservation domestique.

L'uniformisation des réglementations et des pratiques au-delà des frontières ne pourra, par ailleurs, pas gommer d'un seul coup les caractéristiques fondamentales des différents marchés. Paris, Londres, Madrid, Francfort pour ne prendre que ces exemples, présentent aujourd'hui des traits qui les distinguent tant en ce qui concerne leur vision stratégique (Londres tourné vers les États-Unis et Madrid vers l'Amérique Latine par exemple) que leur organisation du marché ou du post-marché.

On devine ainsi qu'un même processus d'harmonisation pourra avoir des conséquences différentes selon les pays et les entreprises. On comprend alors que les préoccupations peuvent, elles aussi, être de nature et de niveaux différents.

On peut dire que, d'une façon générale, l'engagement en matière d'harmonisation est fort, en dépit des préoccupations et des difficultés rencontrées, dès lors qu'on parvient à un certain niveau de détail. Ces difficultés révèlent la complexité du domaine étudié, ainsi que les interactions entre, d'une part les initiatives du secteur privé et celles des pouvoirs publics, et d'autre part, un soutien général sur les grands principes d'harmonisation et une volonté réelle quant à la mise en œuvre des nouveaux standards. Même si beaucoup reste à faire, il est encourageant de constater un moindre scepticisme et une volonté croissante de contribuer à ce grand chantier.

La formulation des barrières fait donc clairement apparaître que l'attention porte sur les aspects d'ordre concurrentiel, et plus particulièrement sur le droit à la concurrence en matière de recouvrement des taxes, et non sur le taux ou le type de taxes prélevées par les États membres. Il n'en reste pas moins que le sujet est délicat dans la mesure où il ouvre la discussion sur la relation entre l'application des règles fiscales et le caractère « territorial » que celles-là ont jusqu'alors revêtu.

*Les initiatives du secteur public*

La Commission européenne est en train d'examiner la nécessité d'une directive sur la compensation et le règlement-livraison en Europe. Certes, les mesures proposées, si elles se concrétisent, fourniront un cadre réglementaire commun d'accès et de libre circulation. La vraie question cependant, est de savoir si ces mesures répondront à l'objectif fixé de réduction des coûts et d'amélioration de l'inefficacité de la compensation et du règlement-livraison transfrontières.

C'est pour cette raison que la Commission a lancé une initiative (RIA - *Regulatory Impact Analysis*) destinée à apprécier les conséquences potentielles de ces mesures. Les nouvelles propositions législatives, incluant une éventuelle directive sur la compensation et le règlement-livraison, doivent désormais apporter la preuve qu'elles contribueront à améliorer la compétitivité des marchés financiers en Europe et à faciliter l'activité transfrontière.

Cette approche a été confirmée par un discours prononcé au Luxembourg en septembre 2005 par le commissaire au marché intérieur, Charlie McCreevy : « Une bonne réglementation est essentielle pour l'Europe. Les marchés ont besoin, pour se développer, de règles saines et stables. Les investisseurs doivent disposer de règles claires et applicables, qui favoriseront leur confiance dans le système. Toutefois, pour faire face à de nouveaux défis, la réglementation ne constitue pas toujours la meilleure solution. C'est pour cette raison que dans le cadre de l'examen et de l'évaluation des nouvelles mesures, j'ai demandé à mes services de procéder à une analyse d'impact de toutes les options possibles, y compris celle de ne pas agir », ajoutant que « la nécessité d'une action de la Commission devra toujours être démontrée ».

Il est donc essentiel que le débat engagé par la Commission avec les acteurs du marché (en particulier à travers le groupe CESAME<sup>12</sup>) se poursuive afin d'évaluer de la façon la plus précise possible les bénéfices des mesures qui pourraient être proposées. Il est cependant acquis que la levée des barrières légales et fiscales identifiées par le rapport Giovannini ne pourra reposer que sur une initiative forte des pouvoirs publics et qu'une directive pourrait à cet égard constituer un outil efficace.

*AVENIR DE LA RÉGULATION*

Un autre aspect important lié à la création d'un marché des capitaux unique en Europe reposant sur l'harmonisation des pratiques et la consolidation des infrastructures de marché est lié à la régulation. Tandis que les réglementations sont en train d'être harmonisées sur un plan transfrontière, les régulateurs restent, pour leur part, nationaux.



Dans un marché connaissant une internationalisation grandissante, les défis posés aux régulateurs nationaux deviennent de plus en plus importants.

Dans son rapport dit *Himalaya*<sup>13</sup>, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR) soulève d'importantes questions :

- quel est le degré de convergence sur une approche de supervision par un réseau de régulateurs européen ?
- l'approche commune et la coopération mise en place entre les régulateurs européens sont-elles suffisantes ?
- les décisions prises par les régulateurs européens sont-elles suffisamment coordonnées ?

On peut penser que, dans le cadre nouveau en train de se mettre en place, une délégation des tâches entre régulateurs pourrait augmenter l'efficacité de la supervision du point de vue des entités contrôlées. Cela dit, dans l'état actuel des choses, il est probablement un peu trop tôt pour envisager ces délégations de responsabilités. En tout état de cause, on peut estimer que la mise en place d'un protocole d'accord (MoU) sur le partage d'informations et sur le processus de prise de décision est indispensable, dès lors que plusieurs régulateurs sont impliqués, un *primus inter pares* étant alors chargé d'assurer un rôle de coordination.

### CONSOLIDATION DES SYSTÈMES

La consolidation de systèmes fait également partie des discussions générales en cours. Il y a vraisemblablement davantage de points de désaccord au sujet de la consolidation des systèmes que de l'harmonisation des pratiques de marché. Trois problèmes soulèvent des questions au niveau des principes :

- la consolidation contribue-t-elle de façon plus significative au marché unique qu'un niveau élevé d'interopérabilité ?
- quel modèle offre les meilleurs bénéfices pour le marché unique : l'efficacité d'une consolidation verticale ou un choix plus grand d'une consolidation horizontale ?
- quels sont les risques de concurrence d'une infrastructure de marché consolidée et d'entreprises commerciales ?

Au-delà de ces questions majeures, la question plus pratique de la mise en œuvre de plates-formes uniques entre les différents fournisseurs de services de règlement-livraison souligne les liens étroits existant entre travaux d'harmonisation et de consolidation. Ainsi, les questions relatives aux standards de données, à la terminologie et aux traitements des flux doivent être résolues préalablement à la construction des systèmes consolidés qui les supporteront. On ne peut, en effet, parvenir



à une consolidation des plates-formes qu'avec un niveau d'harmonisation significatif entre marchés.

À cet égard, la consolidation des Bourses ne peut être considérée sans effet sur les questions dites de post-marché ainsi que le démontrent les « ressemblances » entre le monde Euronext et le monde Euroclear, de même que le relatif parallélisme des consolidations boursières et post-marché dans les pays nordiques.

Cela dit, dans le même temps, le principe d'interopérabilité est également mis en œuvre. Ainsi, plusieurs Bourses ont mis en place des accords offrant aux utilisateurs le choix du lieu de règlement. À titre d'exemple, Euronext, Virt-x et le London Stock Exchange ont choisi, pour le règlement-livraison de leurs transactions, Euroclear Bank comme centrale de règlement-livraison, en plus de leurs systèmes de règlement-livraison nationaux.

Ainsi que les quelques lignes ci-dessus essaient de le montrer, différents processus sont aujourd'hui en cours, en vue d'aboutir à terme à un véritable marché financier européen intégré. Il n'a, bien entendu, été fait mention ici que de l'un des aspects, à savoir ce que l'on désigne habituellement sous le terme de post-marché, et plus spécifiquement de l'une des composantes du post-marché : le règlement-livraison. Il convient toutefois de souligner que ce secteur est aujourd'hui considéré comme l'une des priorités majeures des autorités communautaires.

Les études, analyses, débats... déjà menés convergent au moins sur un point : l'harmonisation est essentielle et il faut, à cet égard, rendre hommage à l'impulsion et au rôle de catalyseur joués dans ce domaine par les rapports Giovannini. De nombreuses questions subsistent cependant :

- complexité des changements, ce qui impliquera dans la plupart des cas de substantiels investissements informatiques ;
- rythme des changements : l'horizon de retour sur investissement (en d'autres termes la concrétisation des bénéfices attendus) n'est vraisemblablement pas aligné avec l'horizon en termes de P&L auquel sont confrontés les acteurs concernés ;
- ou encore allocation des coûts (comment, par exemple, convaincre des acteurs essentiellement domestiques du bien fondé de l'harmonisation et des dépenses à engager pour y parvenir dès l'instant que les bénéfices attendus pour eux ne sont évidemment pas ceux qu'en attendent les acteurs multi-marchés).

Sans parler des contraintes relevant du secteur public (besoin de modifier des lois, en particulier dans le domaine fiscal).

La réalité est cependant que cette volonté d'aller de l'avant existe



aujourd'hui chez la plupart des acteurs et que la dynamique est créée. L'équilibre va rester en permanence subtil entre volontarisme (comment, en particulier, s'assurer que le mouvement ne s'enlise pas : on sent aujourd'hui un fort souci de la Commission européenne sur ce sujet) et pragmatisme/réalisme (on ne part pas d'une « feuille blanche » et chacun sait que certains processus, par exemple sur les opérations sur titres, vont prendre du temps).

À tous les acteurs concernés de jouer au mieux leur partition, et les dépositaires centraux sont conscients d'être un chaînon important de cet ensemble, car il y a, à la clé, la compétitivité globale du marché financier européen, aujourd'hui vis-à-vis du marché US et probablement demain vis-à-vis des marchés asiatiques.

## NOTES

1. Discours-programme du Commissaire européen au Marché intérieur, M. Frits Bolkestein, lors de la convention de la Fédération des Bourses européennes le 23 juin 2003.
2. *London Economics* (2002), « Quantification de l'incidence macroéconomique de l'intégration des marchés financiers de l'UE », rapport à la Commission européenne.
3. « Analyse comparative du coût des opérations titres en Europe et aux USA et perspectives d'évolution » - Eurogroup - septembre 2002.
4. Association française des professionnels des titres.
5. Mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne : groupe Giovannini (novembre 2001).  
Second rapport sur les mécanismes de compensation et de règlement-livraison : groupe Giovannini (avril 2003).
6. SWIFT : Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.
7. Association européenne des dépositaires centraux de titres.
8. Fédération bancaire européenne.
9. SEBC : Système européen de banques centrales, c.-à-d. la Banque centrale européenne et les Banques centrales nationales des pays de la zone euro. CESR : comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.
10. Procédé par lequel les produits d'OST sont versés au détenteur des titres à la date du paiement, qui doivent être ensuite rétrocédés au précédent propriétaire qui les détenait à la date du début de l'opération.
11. Détaillées dans le document Euroclear *Harmonisation preliminary proposals* du 30 juin 2004
12. Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts group.
13. *Quels outils de surveillance pour les marchés de valeurs mobilières de l'UE?*, octobre 2004, Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.

