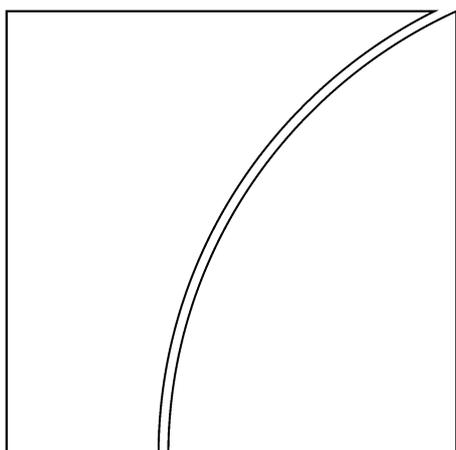


Comité sur les systèmes de
paiement et de règlement

Comité technique de
l'Organisation internationale
des commissions de valeurs



Recommandations pour les systèmes de règlement de titres

Novembre 2001



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



OICV · IOSCO

Organización Internacional de Comisiones de Valores
International Organization of Securities Commissions
Organisation internationale des commissions de valeurs
Organização Internacional das Comissões de Valores

Pour obtenir des exemplaires des publications, s'adresser à :

Banque des Règlements Internationaux
Presse et communication
CH-4002 Bâle, Suisse

Télécopie : +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

La présente publication est disponible sur le site Internet BRI (www.bis.org) et le site OICV (www.iosco.org).

© *Banque des Règlements Internationaux et Organisation internationale des commissions de valeurs, 2001. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISBN 92-9197-221-5

Avant-propos

Plusieurs initiatives internationales menées à bien au cours de ces dernières années ont visé à préserver la stabilité financière par un renforcement des infrastructures financières. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a ainsi élaboré des *Objectifs et principes de la régulation financière* (OICV, 1998) et le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), formé par les banques centrales des pays du Groupe des Dix (G 10), a formulé des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (BRI, 2001). S'inspirant des travaux déjà effectués, le CSPR et le Comité technique de l'OICV entendent contribuer à la poursuite de ce processus par la publication conjointe des présentes *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*.

Ces recommandations sont l'œuvre du Groupe de travail sur les systèmes de règlement de titres, créé par le CSPR et le Comité technique de l'OICV en décembre 1999. Cette instance compte 28 banquiers centraux et régulateurs des marchés de valeurs mobilières, provenant de 18 pays et zones géographiques, ainsi que de l'Union Européenne. Ses travaux ont aussi grandement bénéficié de la contribution d'autres banquiers centraux et régulateurs des marchés de valeurs mobilières, ainsi que d'opérateurs et d'utilisateurs de systèmes de règlement de titres. En janvier 2000, le groupe de travail a ainsi reçu la contribution de banquiers centraux et régulateurs des marchés de valeurs mobilières d'une trentaine de pays, ainsi que du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale. En janvier 2001, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont soumis à consultation publique une version préliminaire de ce rapport. Cette publication a suscité près de 90 réactions provenant d'acteurs très variés, la plupart européens, mais aussi asiatiques, africains et américains. Suite à ces contributions, plusieurs recommandations ont été modifiées de manière conséquente et une recommandation supplémentaire sur les liens transfrontières entre systèmes de règlement a été ajoutée.

Ces 19 recommandations, complétées de commentaires explicatifs, énoncent des exigences minimales auxquelles les systèmes de règlement de titres doivent satisfaire. Ces recommandations ont été conçues pour s'appliquer à tous les systèmes quels que soient les titres qu'ils traitent, que ces titres aient été émis dans des pays industrialisés ou dans des pays en développement, et que les opérations soient domestiques ou transfrontières.

Il incombe aux instances nationales de régulation et de surveillance des systèmes de règlement de titres d'évaluer si les marchés relevant de leur juridiction appliquent ces recommandations et, le cas échéant, d'élaborer les mesures nécessaires pour faire appliquer ces dernières. Premier pas important vers une méthodologie globale permettant d'évaluer l'application des recommandations, le présent rapport assortit chacune d'entre elles de questions clefs dont les réponses pourront servir de base aux évaluations. Le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont chargé le Groupe de travail de parachever cette méthode d'évaluation en 2002.

Le CSPR et le Comité technique de l'OICV expriment leurs remerciements aux membres du Groupe de travail et à ses Coprésidents, Patrick Parkinson, du Conseil des gouverneurs du *Federal Reserve System*, Giovanni Sabatini, de la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* italienne (jusqu'en mai 2001) et Shane Tregillis de l'*Australian Securities and Investments Commission* (à partir de juin 2001), pour la qualité du travail accompli et le respect des délais impartis pour l'établissement de ce document.

Tommaso Padoa-Schioppa, Président
Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

David Brown, Président
Comité technique, OICV

Sommaire

| | | |
|----|---|----|
| 1. | Introduction | 1 |
| | Récapitulatif 1 - Comité technique CSPR-OICV | |
| | Recommandations pour les systèmes de règlement de titres | 4 |
| 2. | Objectifs des politiques publiques | 7 |
| 3. | Recommandations | 8 |
| | Recommandation 1 : Cadre juridique | 8 |
| | Recommandation 2 : Confirmation des opérations | 9 |
| | Recommandation 3 : Cycles de règlement | 10 |
| | Recommandation 4 : Contreparties centrales | 11 |
| | Recommandation 5 : Prêt de titres | 13 |
| | Recommandation 6 : Dépositaires centraux de titres (DCT) | 14 |
| | Recommandation 7 : Livraison contre paiement (LCP) | 15 |
| | Recommandation 8 : Moment du règlement définitif | 16 |
| | Recommandation 9 : Instauration par le DCT de mesures de contrôle des risques de défaut de règlement des participants | 17 |
| | Recommandation 10 : Actifs de règlement | 18 |
| | Recommandation 11 : Fiabilité opérationnelle | 19 |
| | Recommandation 12 : Protection des titres des clients | 20 |
| | Recommandation 13 : Gouvernance | 22 |
| | Recommandation 14 : Accès | 22 |
| | Recommandation 15 : Efficience | 23 |
| | Recommandation 16 : Procédures et normes de communication | 24 |
| | Recommandation 17 : Transparence | 24 |
| | Recommandation 18 : Régulation et surveillance | 25 |
| | Recommandation 19 : Risques associés aux liens transfrontières | 26 |
| 4. | Mise en œuvre des recommandations | 28 |
| 5. | Évaluation de l'application : questions clefs | 29 |
| | Recommandation 1 : Cadre juridique | 29 |
| | Recommandation 2 : Confirmation des opérations | 29 |
| | Recommandation 3 : Cycles de règlement | 30 |
| | Recommandation 4 : Contreparties centrales | 30 |
| | Recommandation 5 : Prêt de titres | 31 |
| | Recommandation 6 : Dépositaires centraux de titres (DCT) | 31 |
| | Recommandation 7 : Livraison contre paiement (LCP) | 32 |
| | Recommandation 8 : Moment du règlement définitif | 32 |
| | Recommandation 9 : Instauration par le DCT de mesures de contrôle des risques de défaut de règlement des participants | 33 |
| | Recommandation 10 : Actifs de règlement | 33 |

| | |
|--|----|
| Recommandation 11 : Fiabilité opérationnelle | 34 |
| Recommandation 12 : Protection des titres des clients | 34 |
| Recommandation 13 : Gouvernance | 35 |
| Recommandation 14 : Accès | 35 |
| Recommandation 15 : Efficience | 36 |
| Recommandation 16 : Procédures et normes de communication | 36 |
| Recommandation 17 : Transparence | 36 |
| Recommandation 18 : Régulation et surveillance | 37 |
| Recommandation 19 : Risques associés aux liens transfrontières | 37 |
| Annexe 1 : Membres du Groupe de travail CSPR-OICV sur les systèmes de règlement de titres .. | 39 |
| Annexe 2 : Le processus de prérèglement et de règlement | 41 |
| Annexe 3 : Risques relatifs aux systèmes de compensation et de règlement de titres | 44 |
| Annexe 4 : Règlement des transactions transfrontières : circuits et sources de risques | 47 |
| Annexe 5 : Glossaire | 50 |

1. Introduction

1.1 Les systèmes de règlement de titres constituent un élément essentiel de l'infrastructure financière mondiale. La forte augmentation des volumes des échanges et des règlements depuis quelques années tient à deux facteurs. D'une part, les marchés de titres jouent un rôle accru dans l'intermédiation des flux financiers entre emprunteurs et bailleurs de fonds. D'autre part, les investisseurs gèrent plus activement leurs portefeuilles de valeurs, sous l'effet, notamment, d'une baisse des coûts de transaction. Dans ce contexte, le volume des transactions et règlements transfrontières a progressé particulièrement rapidement, ce qui atteste de l'intégration croissante des marchés mondiaux.

1.2 Les faiblesses des systèmes de règlement de titres peuvent engendrer des perturbations systémiques sur les marchés des valeurs mobilières et au niveau des autres systèmes de paiement et de règlement. Un problème financier ou opérationnel affectant une des institutions remplissant des fonctions critiques dans le processus de règlement-livraison ou un utilisateur important d'un système de règlement de titres, pourrait causer des problèmes significatifs de liquidité ou des pertes financières pour d'autres participants. Toute perturbation des systèmes de règlements de titres peut se propager aux infrastructures de paiement utilisées par les systèmes de règlement de titres ou ayant recours à ces derniers pour transférer des sûretés. Sur les marchés des valeurs mobilières mêmes, la liquidité dépend de manière fondamentale de la sécurité et de la fiabilité des mécanismes de règlement. Les opérateurs ne peuvent en effet que se montrer réticents s'ils ont des doutes significatifs quant au règlement effectif de leurs transactions.

1.3 L'aptitude des normes internationales à contribuer à l'amélioration de la sécurité et de l'efficacité des systèmes de règlement de titres a été clairement démontrée par l'impact des normes définies par le Groupe des Trente (G 30) en 1989¹. Bien que ces recommandations n'aient pas été partout pleinement appliquées, elles ont sans conteste concouru à un progrès très sensible sur les marchés de nombreux pays industrialisés ou émergents. Néanmoins, plus de dix ans après, certaines méritent de toute évidence une mise à jour. En outre, elles font l'impasse sur plusieurs questions dont l'expérience ultérieure a montré l'importance. C'est le cas des fondements juridiques des mécanismes de règlement, de la transparence, de l'accès, de la gouvernance, ainsi que de la régulation et de la surveillance. (Ces aspects gagnent en importance avec la tendance à la consolidation des systèmes de règlement, notamment en Europe.) Même si différents groupements issus du secteur privé (parmi lesquels l'*International Securities Services Association* [ISSA] et la Fédération internationale des bourses de valeurs [FIBV]) ont formulé des suggestions pour mettre à jour ces recommandations du G 30², celles datées de 1989 demeurent les seules à bénéficier d'un large soutien et d'une approbation officielle.

1.4 Au sein du secteur public, les organismes de normalisation compétents sont le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), formé par les banques centrales des pays du Groupe des Dix, et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont convenu que l'élaboration conjointe par les régulateurs des marchés de valeurs mobilières et les banques centrales de nouvelles recommandations relatives aux systèmes de règlement de titres faciliterait les avancées en améliorant la sécurité et l'efficacité de ces mécanismes. Ces travaux devraient s'intégrer à la démarche plus générale du Forum de stabilité financière (dans lequel le CSPR et l'OICV sont tous deux représentés) qui vise à renforcer les systèmes financiers en identifiant et en comblant les lacunes des normes internationales.

1.5 En décembre 1999, afin de faire progresser cette initiative, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont créé le Groupe de travail sur les systèmes de règlement de titres. Celui-ci rassemble 28 banquiers centraux et régulateurs des marchés de valeurs mobilières de 18 pays et zones géographiques, ainsi que de l'Union européenne (annexe 1). Il a pour mission de favoriser l'application, par les systèmes de règlement de titres, de dispositions susceptibles d'accroître la stabilité financière internationale, de réduire les risques, d'améliorer l'efficacité et de fournir aux investisseurs des garde-fous appropriés, en élaborant des recommandations pour la conception, la

¹ Groupe des Trente, *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets* (Groupe des Trente, 1989).

² Voir International Securities Services Association, *Recommendations 2000* (ISSA, 2000) et Fédération internationale des bourses de valeurs, *Clearing and Settlement Best Practices* (FIBV, 1996).

gestion et la surveillance de ces systèmes. Ces recommandations devaient déterminer les exigences minimales auxquelles ces systèmes devront satisfaire, et couvrir le règlement des opérations domestiques et transfrontières par les systèmes de règlement considérés individuellement, ainsi que par les liens entre ces systèmes.

1.6 S'inspirant largement des avis formulés lors d'une réunion consultative organisée au siège de la Banque des règlements internationaux (BRI) en janvier 2000³, le Groupe de travail a conclu que ces recommandations devraient couvrir les systèmes de règlement traitant tous types de valeurs mobilières - actions, obligations du secteur privé comme du secteur public et instruments du marché monétaire -, émises dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement.

1.7 Selon la définition générale établie par le groupe de travail, un système de règlement de titres englobe l'ensemble des mécanismes institutionnels de confirmation, de préréglément et de règlement d'opérations sur valeurs mobilières, ainsi que de conservation de ces valeurs. Comme le décrit l'annexe 2, ce processus peut faire intervenir un nombre conséquent d'institutions. Depuis quelques années, la plupart des marchés ont mis en place des dépositaires centraux de titres (DCT), qui immobilisent les titres physiques ou les dématérialisent et en transfèrent la propriété par un jeu d'écritures passées sur des systèmes comptables informatisés. Cependant, même lorsqu'il existe un DCT sur un marché, d'autres d'institutions exercent fréquemment des fonctions essentielles au règlement des opérations sur titres. Ainsi, c'est souvent une bourse des valeurs ou une association professionnelle, ou encore des contreparties agissant de manière bilatérale, plutôt que le DCT, qui se chargent de confirmer les caractéristiques de chaque opération. Sur certains marchés, une contrepartie centrale s'interpose entre acheteurs et vendeurs devenant en pratique l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et vice-versa. Bien que les règlements espèces puissent s'effectuer via des comptes internes au DCT, ils passent dans bien des cas par des comptes ouverts sur les livres de la banque centrale ou dans une ou plusieurs banques commerciales privées. Enfin, les acquéreurs et vendeurs ne possèdent pas tous un compte chez le DCT : ils peuvent détenir ces valeurs et régler leurs opérations par l'intermédiaire d'un conservateur, qui peut à son tour confier les titres en question à un sous-conservateur. Sur certains marchés, lorsque les intermédiaires et investisseurs ne déposent leurs titres qu'auprès d'un très petit nombre de conservateurs, ces derniers peuvent régler les transactions réalisées entre leurs clients, en procédant à des transferts comptables sur leurs propres livres, plutôt que sur ceux du DCT.

1.8 Le Groupe de travail est parti d'un examen des normes actuelles et des débats menés lors de la réunion consultative pour établir une liste des sujets et questions spécifiques devant faire l'objet de recommandations. Cette liste envisage le cadre juridique des règlements de titres, la gestion du risque, l'accès, la gouvernance, l'efficacité, la transparence, ainsi que la régulation et la surveillance. Lorsque certains sujets avaient déjà été traités par des recommandations du G 30 (principalement pour la gestion du risque), celles-ci ont servi de point de départ au Groupe de travail. Pour les autres aspects, le Groupe de travail s'est inspiré de travaux antérieurs du CSPR et de l'OICV, en particulier ceux sur les principes fondamentaux relatifs aux systèmes de paiement d'importance systémique et sur la régulation des marchés des valeurs mobilières, ainsi que sur ceux de l'ISSA et de la FIBV⁴.

1.9 Comme l'explique plus en détail l'annexe 4, le règlement des opérations transfrontières tend à accroître l'importance et la complexité de certaines questions, parmi lesquelles les aspects juridiques, les risques de conservation dans les systèmes comportant différents niveaux de détention et le moment des règlements définitifs intersystèmes. Les mécanismes de règlement transfrontières soulèvent en outre des difficultés particulières en matière de régulation et de surveillance. Le Groupe de travail a néanmoins conclu qu'il était préférable de traiter ces questions dans le cadre général des recommandations pour les systèmes de règlement de titres, plutôt que séparément. La seule exception a trait aux liens transfrontières entre DCT.

1.10 La diversité internationale des architectures institutionnelles impose d'axer les recommandations sur une approche fonctionnelle, plutôt que sur les institutions en charge des fonctions concernées. Alors que certaines de ces recommandations intéressent plutôt les DCT,

³ Cette réunion a rassemblé 30 banquiers centraux et 25 régulateurs des marchés de valeurs mobilières (représentant au total une trentaine de pays), ainsi que des représentants du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale.

⁴ Voir CSPR, *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (BRI, 2001), OICV, *Objectives and Principles of Securities Regulation* (OICV, 1998), ainsi que les références citées à la note 2.

d'autres concernent avant tout les bourses des valeurs, les associations professionnelles et les autres opérateurs de systèmes de confirmation, ou encore les contreparties centrales, les banques de règlement ou les conservateurs. Comme indiqué auparavant, la distinction entre les fonctions des DCT et des conservateurs est de moins en moins nette sur certains marchés, où ces derniers procèdent au règlement d'opérations réalisées entre leurs clients sur leurs propres livres. Certaines des recommandations adressées aux dépositaires centraux peuvent alors s'appliquer à ces conservateurs. Beaucoup d'entre elles concernent également les intermédiaires, les banques, les gestionnaires de placements et les investisseurs faisant appel aux services des institutions mentionnées plus haut. Les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, les banques centrales et, dans certains cas, les autorités de contrôle bancaire devront déterminer ensemble le domaine d'application de ces recommandations et établir conjointement les mesures nécessaires à leur mise en œuvre. Lorsque des intermédiaires clés relèvent de juridictions différentes, une coopération entre les autorités concernées s'avèrera fondamentale.

1.11 Les recommandations sont énoncées au récapitulatif 1, puis justifiées et explicitées dans la suite du présent document. La section 2 présente succinctement les objectifs des politiques publiques qui les sous-tendent. La section 3 explique la philosophie de ces recommandations et détaille chacune d'entre elles. La section 4 traite de leur application. En identifiant des questions clés pour chaque recommandation, la section 5 constitue un premier pas vers l'élaboration d'une méthodologie globale d'évaluation des progrès de leur mise en œuvre. Comme le note l'avant-propos, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont donné pour mission au groupe de travail de parachever cette méthode globale en 2002.

Récapitulatif 1

Comité technique CSPR-OICV

Recommandations pour les systèmes de règlement de titres

Risque juridique

1. **Cadre juridique**

Les systèmes de règlement de titres devraient reposer sur une base juridique solide, claire et transparente dans les juridictions concernées.

Risque de pré-règlement

2. **Confirmation des opérations**

La confirmation des opérations entre participants directs devrait intervenir dès que possible après l'exécution de la transaction, et en aucun cas après la date de négociation (N+0). Si une confirmation par des participants indirects (investisseurs institutionnels, par exemple) est nécessaire, elle devrait elle aussi avoir lieu dans les meilleurs délais après l'exécution de la transaction, de préférence à N+0, mais pas plus tard que N+1.

3. **Cycles de règlement**

Le règlement différé devrait être adopté sur tous les marchés de titres. Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard à N+3. Les avantages et les coûts d'un cycle de règlement inférieur à N+3 devraient être évalués.

4. **Contreparties centrales**

Les avantages et les coûts d'une contrepartie centrale devraient être évalués. Sur les marchés où un tel mécanisme est introduit, la contrepartie centrale devrait rigoureusement contrôler les risques dont elle prend la charge.

5. **Prêt de titres**

Le prêt et l'emprunt de titres (ou les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques) devraient être encouragées en tant que méthode pour accélérer le règlement des opérations sur valeurs mobilières. Les obstacles qui s'opposent à l'utilisation du prêt de titres à cette fin devraient être levés.

Risque de règlement

6. **Dépositaires centraux de titres (DCT)**

Les titres devraient le plus largement possible être immobilisés ou dématérialisés et transférés par passation d'écritures sur les livres des DCT.

7. **Livraison contre paiement (LCP)**

Les DCT devraient éliminer le risque en principal en reliant les transferts de titres aux règlements espèces d'une manière qui permette la livraison contre paiement.

8. **Moment du règlement définitif**

Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard en fin de journée. Si nécessaire, un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel devrait être prévu afin de réduire les risques.

9. Instauration par le DCT de mesures de contrôle des risques de défaut de règlement des participants

Les DCT qui accordent des crédits intrajournaliers aux participants, y compris ceux qui gèrent des systèmes à règlement net, devraient instaurer des contrôles des risques qui assurent, au minimum, le règlement en temps requis dans le cas où le participant présentant la plus importante obligation de paiement serait dans l'incapacité de s'exécuter. Les mesures de contrôles les plus fiables associent des exigences de constitution de sûretés et des limites.

10. Actifs de règlement

Les actifs destinés au règlement des obligations ultimes de paiement découlant des transactions sur titres devraient comporter un risque de crédit ou de liquidité faible ou nul. Si la monnaie de banque centrale n'est pas utilisée, des dispositions doivent être prises pour prémunir les membres du DCT contre les pertes et problèmes de liquidité pouvant résulter de la défaillance de l'agent de règlement dont les actifs sont utilisés.

Risque opérationnel

11. Fiabilité opérationnelle

Les sources de risque opérationnel au niveau des processus de prérèglement et de règlement devraient être identifiées et réduites au minimum par la mise en place de systèmes, de procédures et de contrôles adaptés. Les systèmes devraient être fiables, sûrs et avoir une capacité d'évolution adéquate. Des plans d'urgence et des dispositifs de secours devraient être mis en place afin d'assurer une reprise des opérations et l'achèvement du processus de règlement en temps requis.

Risque de conservation

12. Protection des titres des clients

Les entités assurant la conservation de titres devraient mettre en œuvre des pratiques comptables et des procédures de conservation qui assurent la protection complète des titres de leurs clients. Il est essentiel que ces titres soient protégés contre les réclamations émanant de créanciers d'un conservateur.

Autres aspects

13. Gouvernance

La structure de gouvernance des DCT et des contreparties centrales devrait être conçue de manière à satisfaire à l'intérêt général, et à promouvoir les objectifs des propriétaires et utilisateurs de ces entités.

14. Accès

Les DCT et les contreparties centrales devraient disposer de critères de participation objectifs et publics permettant un accès équitable et non discriminatoire.

15. Efficience

Tout en garantissant la sûreté et la sécurité des opérations, les systèmes de règlement de titres devraient répondre de manière économique aux exigences des utilisateurs.

16. Procédures et normes de communication

Les systèmes de règlement de titres devraient utiliser ou s'adapter aux procédures et normes internationales de communication, afin de faciliter le règlement efficace des transactions transfrontières.

17. *Transparence*

Les DCT et les contreparties centrales devraient donner aux participants des informations suffisantes pour leur permettre d'identifier et d'évaluer avec précision les risques et coûts liés à l'utilisation de leurs services.

18. *Régulation et surveillance*

Les systèmes de règlement de titres devraient être soumis à une régulation et à une surveillance transparentes et effectives. Banques centrales et régulateurs des marchés de valeurs mobilières devraient coopérer entre eux et avec les autres autorités concernées.

19. *Risques associés aux liens transfrontières*

Les liens entre DCT pour le règlement d'opérations transfrontières devraient être conçus et gérés de manière à réduire efficacement les risques liés à ces transactions.

2. Objectifs des politiques publiques

2.1 Les présentes recommandations visent à encourager la mise en œuvre de dispositions qui améliorent la sécurité et l'efficacité des systèmes de règlement de titres tout en réduisant le risque systémique. La sécurité et la fiabilité des systèmes de règlement sont vitales, non seulement pour la stabilité des marchés des valeurs utilisant ces systèmes, mais aussi pour les systèmes de paiement. Ceux-ci sont en effet susceptibles d'être utilisés par un système de règlement de titres ou de recourir à un tel système pour transférer des sûretés. La sécurité des systèmes de règlement de titres et des dispositifs de conservation postmarchés est également essentielle pour protéger les actifs des investisseurs en cas de réclamations émanant des créanciers d'intermédiaires et d'autres entités exerçant les diverses fonctions nécessaires à la gestion d'un tel système. L'efficacité des systèmes de règlement constitue un autre enjeu important. En effet, les inefficiences ne peuvent que se traduire, à terme, par une augmentation des coûts pour les émetteurs de titres et par une baisse du rendement pour les investisseurs, ce qui est néfaste à la formation du capital.

2.2 La sécurité et la fiabilité des systèmes de règlement passent par la compréhension des différentes étapes du processus, de la nature des risques survenant lors de ces étapes, et des origines de ces risques. Ces questions sont traitées en détail dans les annexes 2 et 3. En bref, un facteur de risque essentiel réside dans la possibilité qu'une contrepartie d'une opération ne s'acquitte de ses obligations ni à l'échéance ni ultérieurement (risque de crédit) ou s'en acquitte plus tard que prévu (risque de liquidité). La nature du risque de crédit diffère selon que la défaillance du participant intervient avant tout transfert de titres ou d'espèces (risque de pré-règlement) ou lorsque le transfert définitif de ces titres ou de ces espèces n'a pas pu aller jusqu'à son terme (risque de règlement). Les autres menaces importantes sont le risque de défaillance d'une banque de règlement, le risque opérationnel, le risque de conservation et le risque juridique. La sécurité et la fiabilité d'un système de règlement ne peuvent être assurées que si chacun de ces risques est maîtrisé par les institutions qui gèrent le système et par ses participants.

2.3 La mise en œuvre de systèmes de règlement sûrs et fiables nécessite inévitablement des moyens significatifs. Au moment de choisir la conception et le mode de fonctionnement, il est donc essentiel d'éviter les coûts superflus et d'arbitrer soigneusement entre réduction des risques (une fois satisfaites certaines conditions minimales de stabilité) et coûts. Comme il est indiqué plus haut, l'efficacité des systèmes de règlement contribue au bon fonctionnement des marchés financiers, ce qui constitue un objectif à part entière des politiques publiques. En outre, l'existence de dispositifs de règlement coûteux mais relativement dénués de risques peut encourager les participants d'un marché à recourir à d'autres mécanismes, qui reviennent comparativement moins cher, mais qui peuvent être plus risqués (sécurité et fiabilité moindres), d'où un accroissement global des risques systémiques.

2.4 La concurrence peut être un important facteur d'efficacité. Lorsqu'une situation de concurrence peut être difficile à maintenir pour des raisons d'économies d'échelle ou d'envergure du règlement de titres, les recommandations mettent l'accent sur d'autres mécanismes visant à assurer l'intégrité et l'efficacité, tels que des dispositifs adéquats de gouvernance, de régulation et de surveillance, notamment.

3. Recommandations

Recommandation 1 : Cadre juridique

Les systèmes de règlement de titres devraient reposer sur une base juridique solide, claire et transparente dans les juridictions concernées.

3.1 La fiabilité et la prévisibilité du fonctionnement d'un système de règlement de titres dépendent 1) des lois, règles et procédures qui régissent la détention, le transfert, le nantissement et le prêt de titres, ainsi que les paiements y afférents, et 2) de la mise en pratique de ces lois, règles et procédures, c'est-à-dire de la question de savoir si les opérateurs d'un système, ses participants et leurs clients peuvent concrètement faire valoir leurs droits. Un cadre juridique inadéquat ou des incertitudes quant à l'application de ce dernier peuvent induire des risques de crédit ou de liquidité pour les participants et leurs clients, ou des risques systémiques pour les marchés de capitaux dans leur ensemble.

3.2 Le cadre juridique applicable, respectivement, aux règlements de titres, aux systèmes de règlement de titres et à la détention de titres au sein de ces systèmes varie d'une juridiction à l'autre, selon l'architecture générale du droit en vigueur sur le territoire concerné. Le cadre juridique des systèmes de règlement de titres comprend des règles générales - lois sur la propriété ou l'insolvabilité, par exemple - mais aussi, éventuellement, des règles traitant spécifiquement du fonctionnement de ces systèmes. Dans certaines juridictions, le cadre juridique général traitant des droits de propriété et de l'insolvabilité peuvent ne pas s'appliquer ou comporter des dispositions particulières pour le règlement des opérations sur titres. Les lois applicables aux règlements de titres peuvent aussi être complétées par des textes réglementaires ou d'autres décisions administratives. Les règles et procédures organisant les différentes composantes du système, et qui ont souvent valeur contractuelle entre opérateurs et participants, représentent un autre aspect important du cadre juridique. Ce dernier définit les relations, droits et intérêts des opérateurs, des participants et de leurs clients, ainsi que la manière et le moment auquel leurs droits et obligations naissent dans les différentes étapes opérationnelles du système.

3.3 D'une manière générale, les lois, réglementations, règles et procédures, ainsi que les dispositions contractuelles régissant le fonctionnement des systèmes de règlement de titres, devraient être formulées clairement, être compréhensibles, cohérentes et exemptes d'ambiguïtés. Elles devraient également être rendues publiques et accessibles aux participants du marché.

3.4 Le cadre juridique devrait notamment organiser les aspects essentiels du processus de règlement suivants : l'opposabilité des transactions, la protection des actifs des clients (en particulier contre la perte pour cause d'insolvabilité d'un conservateur), l'immobilisation ou la dématérialisation de titres, les mécanismes de prérèglement, le prêt de titres (y compris les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques), le caractère définitif du règlement, les mécanismes destinés à assurer la livraison contre paiement, les règles applicables en cas de défaillance et la liquidation des actifs mis en nantissement ou transférés en tant que sûretés.

3.5 Le bon fonctionnement d'un système de règlement de titres suppose un degré élevé de certitude quant au caractère exécutoire des règles et procédures internes à ce système. Il devrait être possible de faire respecter les règles et contrats liés au fonctionnement du système en cas d'insolvabilité d'un participant, que celui-ci soit établi dans la juridiction dont l'appareil juridique régit le système de règlement de titres ou dans une autre juridiction. Ce bon fonctionnement suppose également un degré élevé de certitude quant aux droits et intérêts patrimoniaux de ce système sur les titres et autres actifs détenus en son sein. Cette exigence vaut notamment pour ses droits à utiliser des sûretés, à transférer des intérêts patrimoniaux et à effectuer ou recevoir des paiements malgré la faillite ou l'insolvabilité d'un participant individuel au système ou de l'un de ses clients établis dans une autre juridiction. Les droits du système de règlement de titres ou de ses participants sur les sûretés constituées par un participant auprès de ce système devraient en toutes circonstances avoir priorité sur les droits que pourraient avoir d'autres entités étrangères au système sur ce participant. Les créanciers hors système devraient, par exemple, n'être en droit de faire valoir leurs créances sur les sûretés remises au système qu'une fois réglées sur ces sûretés toutes les créances survenant au sein du système. Dans certaines juridictions, cette exigence peut amener à constituer sous forme de titres (bons du trésor, par exemple), et non d'espèces, les sûretés détenues par un système de règlement de titres. Enfin, les participants directs, ainsi que les intermédiaires concernés et leurs clients respectifs, devraient disposer d'un degré élevé de certitude quant aux droits et intérêts qu'ils

détiennent via le système, y compris en cas d'insolvabilité d'un utilisateur, d'un participant ou d'un élément de ce système tel qu'un DCT, une contrepartie centrale ou une banque de règlement.

3.6 Le cadre juridique d'un système de règlement de titres doit être apprécié dans les juridictions concernées. Cet ensemble comprend la ou les juridictions dans lesquelles le système et ses participants directs sont établis, domiciliés ou possèdent leur siège, ainsi que toute juridiction dont la législation influe sur le fonctionnement du système par suite d'une disposition contractuelle sur le droit applicable. Les juridictions concernées peuvent aussi inclure la juridiction d'émission d'un titre traité par le système de règlement, les juridictions dans lesquelles un intermédiaire, son client ou la banque de ce client est établi, domicilié ou possède son siège, ou encore une juridiction dont le droit régit un contrat entre ces parties.

3.7 Les règles régissant les systèmes fonctionnant sur plusieurs juridictions par le biais de liens ou de participants distants devraient indiquer clairement le droit censé s'appliquer à chaque aspect du processus de règlement. Les opérateurs de ces systèmes transfrontières doivent remédier aux conflits de lois susceptibles de découler de divergences dans le droit positif entre les juridictions potentiellement impliquées dans le fonctionnement du système considéré. Dans ces cas, ce sont les règles de chaque juridiction en matière de conflit de lois qui précisent les critères déterminant le droit applicable à ce système. Les opérateurs de systèmes et ses participants devraient avoir connaissance des questions de conflit de lois au moment de documenter les règles d'un système et de choisir le droit qui régira ce dernier. Ils devraient également être conscients des éléments limitant leur aptitude à choisir le droit applicable à ce système. D'ordinaire, une juridiction n'autorise pas les opérateurs d'un système et ses participants à s'affranchir par contrat des mesures d'ordre public qui relèvent de cette juridiction. Ainsi, les juridictions qui exigent que les droits de propriété sur des titres soient consignés dans un registre national, n'autorisent généralement pas les parties à passer outre cette obligation en choisissant par contrat l'application d'un autre droit. Sous réserve de ces limitations, le cadre juridique devrait permettre un choix approprié du droit applicable tant pour les opérations domestiques que transfrontières. Dans bien des cas, le régime juridique retenu pour le fonctionnement d'un système de règlement de titres sera celui du siège d'une contrepartie centrale ou d'un DCT.

3.8 Une harmonisation ou une convergence des législations préviendrait les problèmes de conflit de lois qui gênent actuellement le fonctionnement transfrontière des systèmes de règlement de titres. Les autorités nationales devraient donc chercher d'elles-mêmes à harmoniser ou à faire converger les législations régissant les systèmes de règlement de titres, les contrats entre ces systèmes et les participants directs, ainsi que ceux entre les participants directs au système, les autres intermédiaires et leurs clients respectifs. À cet égard, il convient d'encourager les débats de la Conférence de droit international privé de La Haye sur la promulgation d'une Convention relative au droit applicable aux droits de propriété sur titres détenus de manière indirecte.

3.9 Le cadre juridique, y compris les exigences relatives au choix contractuel du droit applicable, devrait prendre en considération le poids important de l'intérêt général dans le bon fonctionnement des systèmes de règlement de titres, ainsi que la nécessité d'intérêt général d'assurer la certitude juridique de l'irréversibilité des règlements. Chaque juridiction devrait œuvrer à promouvoir une législation nationale et des politiques publiques conformes aux recommandations CSPR-Comité Technique de l'OICV pour les systèmes de règlement de titres et les mécanismes y afférents. Si le cadre juridique d'une juridiction donnée n'est pas propice au bon fonctionnement des systèmes de règlement de titres ou à la mise en œuvre des présentes recommandations, les autorités de régulation et de surveillance devraient chercher à le réformer.

Recommandation 2 : Confirmation des opérations

La confirmation des opérations entre participants directs devrait intervenir dès que possible après l'exécution de la transaction, et en aucun cas après la date de négociation (N+0). Si une confirmation par des participants indirects (investisseurs institutionnels, par exemple) est nécessaire, elle devrait elle aussi avoir lieu dans les meilleurs délais après l'exécution de la transaction, de préférence à N+0, mais pas plus tard que N+1.

3.10 La première étape vers le règlement d'une transaction sur titres consiste à s'assurer que le vendeur et l'acheteur s'accordent sur les modalités de cette transaction. C'est ce que l'on appelle la confirmation des opérations. Il arrive fréquemment qu'un courtier ou qu'un membre de marché organisé (un participant direct) serve d'intermédiaire, c'est-à-dire exécute des opérations pour le compte d'autrui (ou participants indirects). Dans ces circonstances, la confirmation des opérations

emprunte souvent deux voies séparées : d'une part, confirmation des modalités de l'opération entre participants directs et, d'autre part, confirmation (parfois appelée « affirmation ») des conditions prévues entre chaque participant direct et le participant indirect pour le compte duquel le participant direct agit. (En général, les participants indirects pour lesquels des confirmations sont nécessaires englobent les investisseurs institutionnels et les clients transfrontières.) D'un côté comme de l'autre, l'accord sur les détails de l'opération devrait intervenir dès que possible, afin que les erreurs et divergences puissent être repérées à un stade précoce du processus de règlement. Cette détection précoce devrait contribuer à éviter que l'enregistrement des opérations comporte des erreurs susceptibles de se traduire par des inexactitudes dans les systèmes et écritures comptables, par des risques de marché et de crédit accrus et mal gérés, ainsi que par des surcoûts. Pendant ce processus, les services dits « postmarchés » (*back-offices*) des participants directs et indirects, ainsi que des conservateurs agissant pour le compte des participants indirects, doivent établir les instructions de règlement, qu'il est nécessaire d'apparier avant la date de règlement. La rapidité et l'exactitude dans la vérification des opérations et dans l'appariement des instructions de règlement constituent un préalable essentiel pour éviter les défaillances de règlement, en particulier lorsque le cycle de règlement est relativement bref (voir la recommandation 3 relative à la durée des cycles de règlement).

3.11 La confirmation des opérations s'automatise de plus en plus. Beaucoup de marchés disposent déjà de systèmes comparant automatiquement les opérations entre participants directs. (Sur de nombreux marchés, le recours à des systèmes de négociation électroniques évite aux participants directs d'avoir à apparier les conditions de ces transactions.) Des systèmes d'appariement automatique sont également proposés et mis en place pour la confirmation des opérations entre participants directs et indirects, ainsi que pour l'appariement des instructions de règlement. Cette automatisation réduit les délais de traitement en faisant disparaître la nécessité d'échanges manuels d'informations et en évitant les erreurs inhérentes au mode manuel.

3.12 Dans sa version la plus sophistiquée, l'automatisation permet même d'éliminer toute intervention manuelle dans le traitement postmarché, par la mise en œuvre du traitement automatisé de bout en bout (STP – straight through processing). Dans ce cas, une seule saisie des données de négociation est nécessaire, ces mêmes données sont réutilisées pour l'ensemble des fonctions postmarchés liées au règlement. De nombreux professionnels considèrent la généralisation du traitement automatisé de bout en bout (STP) à l'ensemble du marché comme une condition essentielle, à la fois pour maintenir la rapidité des règlements à mesure que les volumes s'accroissent et pour garantir le règlement en temps voulu des opérations transfrontières, en particulier si l'on souhaite raccourcir les cycles de règlement. Le traitement automatisé de bout en bout peut utiliser un format commun pour les messages, ou bien un dispositif de traduction, qui convertit différents formats en un format commun ou assure une conversion entre différents formats. Plusieurs initiatives visent à obtenir un tel traitement qu'il faut encourager. De plus, les participants directs et indirects doivent élever leur degré d'automatisation interne au niveau requis pour tirer pleinement parti des solutions qui émergeront, quelles qu'elles soient.

Recommandation 3 : Cycles de règlement

Le règlement différé devrait être adopté sur tous les marchés de titres. Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard à N+3. Les avantages et les coûts d'un cycle de règlement inférieur à N+3 devraient être évalués.

3.13 En présence d'un cycle de règlement différé, le règlement des opérations a lieu un nombre donné de jours après la date de négociation, plutôt qu'à l'issue d'une « période comptable », ce qui limite le nombre des opérations en cours et réduit l'exposition consolidée au risque de marché. Plus le délai séparant l'exécution des opérations et le règlement est long, plus grand est le risque que l'une des parties devienne insolvable ou manque à ses engagements. Augmentent également en conséquence le nombre des transactions non réglées et la possibilité que le prix des titres s'écarte du montant contractuel, ce qui accroît le risque que des parties non-défaillantes supportent des pertes lors du remplacement des contrats non réglés. En 1989, le G 30 a recommandé que le règlement définitif des transactions en espèces intervienne en N+3, c'est-à-dire trois séances après la date de négociation. Cependant, cette instance reconnaissait que « pour minimiser le risque de contrepartie et l'exposition au risque de marché associé aux transactions sur titres, l'objectif final consiste à parvenir au règlement le même jour que la négociation ».

3.14 La présente recommandation s'en tient à N+3 comme exigence minimale. Les marchés dont le délai de règlement est encore supérieur à N+3 devraient identifier les facteurs qui les empêchent d'y parvenir et chercher activement à supprimer ces obstacles. Le cycle de règlement est déjà plus court sur de nombreux marchés. L'intervalle est ainsi de N+1, voire de N+0, pour de nombreux titres de la dette publique, et certains marchés d'actions envisagent actuellement de passer à un cycle de règlement à N+1. La norme jugée appropriée pour une catégorie de titres ou un marché dépendra notamment des volumes échangés, de la volatilité des prix et de la proportion des opérations transfrontières sur l'instrument considéré. Chaque marché des valeurs mobilières devrait évaluer si un cycle inférieur à N+3 est approprié, compte tenu des avantages qui en découleraient en termes de réduction du risque, mais aussi en fonction des coûts engendrés par une telle solution et des possibilités de recours à d'autres moyens pour limiter le risque de règlement, tels que la compensation par une contrepartie centrale (voir recommandation 4 ci-dessous). À la lumière de ces facteurs, certains marchés pourront conclure que les cycles de règlement devraient différer selon la nature des titres.

3.15 Raccourcir ce cycle n'est exempt ni de coûts ni de risques. Cette observation vaut en particulier pour les marchés dont l'activité transfrontière est significative. En effet, les différences de fuseaux horaires et de dates de jours fériés et de vacances, ainsi que la participation fréquente d'intermédiaires multiples compliquent alors la confirmation des opérations dans les délais impartis. Sur la plupart des marchés, le passage à N+1 (et peut-être même à N+2) nécessiterait de reconfigurer profondément le processus de règlement et de moderniser les systèmes existants. Sur les marchés où une part conséquente des opérations s'effectue avec l'étranger, des améliorations substantielles du système peuvent être indispensables pour raccourcir les cycles de règlement. En l'absence de tels investissements, le raccourcissement du cycle pourrait se traduire par un nombre accru de défauts de règlement : une proportion plus grande de participants pourrait se révéler incapable de s'accorder sur les données liées au règlement et de les échanger, ou de rassembler les moyens nécessaires à cette opération dans les délais impartis. En conséquence, le risque de coût de remplacement ne diminuerait pas autant que prévu, tandis que le risque opérationnel et le risque de liquidité pourraient augmenter.

3.16 La fréquence et la durée des défauts devraient être surveillées étroitement quel que soit le cycle de règlement. Certains marchés ne profitent pas pleinement des avantages du règlement en N+3 car une proportion conséquente des règlements surviennent après la date stipulée par contrat. Dans ces cas, il convient d'analyser les implications de ces taux de défaut en termes de risque et de définir des mesures susceptibles de réduire ces taux ou d'atténuer les risques qui en découlent. Ainsi, des sanctions pécuniaires pourraient être imposées par voie contractuelle ou par les autorités de marché lors d'un défaut de règlement. Autre possibilité, les opérations non dénouées pourraient être évaluées aux prix du marché et, si le problème n'était pas résolu dans un délai spécifié, liquidées à ces prix.

Recommandation 4 : Contreparties centrales

Les avantages et les coûts d'une contrepartie centrale devraient être évalués. Sur les marchés où un tel mécanisme est introduit, la contrepartie centrale devrait rigoureusement contrôler les risques dont elle prend la charge.

3.17 Une contrepartie centrale s'interpose entre les contreparties aux transactions, intervenant en qualité d'acheteur vis-à-vis de chaque vendeur, et inversement en qualité de vendeur vis-à-vis de chaque acheteur. Du point de vue des participants, le risque de crédit de la contrepartie centrale remplace ainsi le risque de crédit des autres intervenants. (Sur certains marchés, nombre des avantages associés à l'utilisation d'une contrepartie centrale sont obtenus par l'établissement d'une entité indemnisant les participants des pertes dues aux défaillances de leurs contreparties, sans agir pour autant en qualité de contrepartie centrale.) Une contrepartie centrale qui maîtrise efficacement ses risques peut présenter une probabilité de défaut inférieure à celle de la totalité ou de la majorité des participants. En outre, elle compense souvent de manière bilatérale ses obligations vis-à-vis de ses affiliés, ce qui débouche sur une compensation multilatérale des obligations de chaque participant vis-à-vis de tous les autres. Ce mécanisme peut réduire de manière substantielle les pertes potentielles en cas de défaillance d'un participant, que ce soit sur des opérations non encore réglées (expositions au risque de coût de remplacement) ou en cours de règlement (expositions au risque en principal). De surcroît, la compensation limite le nombre et la valeur des livraisons et des paiements nécessaires pour régler un même nombre d'opérations, ce qui réduit les risques de liquidité et les coûts de transaction.

3.18 En complément du raccourcissement des cycles de règlement, l'introduction d'une contrepartie centrale constitue un autre outil, de réduction des risques de crédit des contreparties. Elle est spécialement efficace pour réduire les risques vis-à-vis des participants actifs, qui achètent et vendent souvent le même titre en vue d'un règlement à la même date. Outre ces avantages liés à la réduction des risques, la demande croissante de mécanismes de contrepartie centrale reflète en partie l'utilisation accrue de systèmes électroniques de négociation anonyme, par lesquels l'appariement des ordres s'effectue en fonction de règles spécifiques du système, sans toujours permettre aux participants une gestion bilatérale de leurs risques de crédit par le choix de leurs contreparties.

3.19 Pour autant, l'instauration d'une contrepartie centrale ne sera pas une solution optimale sur tous les marchés. L'établissement d'une contrepartie centrale a un coût. En particulier, la mise en place d'une infrastructure de gestion des risques solide, dont une contrepartie centrale doit impérativement disposer (voir explications plus loin) nécessite en général un investissement initial et des dépenses courantes non négligeables. Il devrait donc revenir à chaque marché d'évaluer soigneusement les avantages et les coûts d'une contrepartie centrale. Cet arbitrage dépendra de facteurs tels que le volume et la valeur des transactions, la configuration des opérations entre contreparties et les coûts d'opportunité associés à la liquidité des règlements. Un nombre croissant de marchés sont arrivés à la conclusion que les avantages d'une contrepartie centrale l'emportent sur les coûts.

3.20 Il importe que la contrepartie centrale, lorsqu'elle est mise en place, soit à même de gérer correctement le risque, car c'est à elle qu'incombe cette responsabilité et c'est elle qui, par ses dispositifs et procédures, réaffecte ce risque entre ses participants. Une contrepartie centrale qui n'exercerait pas cette fonction de manière appropriée pourrait donc faire encourir un risque supplémentaire aux participants. L'aptitude du système dans son ensemble à résister à la défaillance d'intervenants individuels repose avant tout sur les procédures de la contrepartie centrale en matière de gestion du risque et sur sa capacité à pouvoir recourir aux ressources nécessaires pour absorber d'éventuelles pertes financières. La défaillance d'une contrepartie centrale aurait presque assurément de graves conséquences systémiques, en particulier si les services de cette entité sont utilisés par plusieurs marchés. Sa capacité, d'une part, à surveiller et à maîtriser les risques de crédit, de liquidité, ainsi que les risques juridiques et opérationnels qu'elle encourt et, d'autre part, à absorber les pertes, est essentielle au bon fonctionnement des marchés sur lesquels elle opère. Une contrepartie centrale doit pouvoir supporter des chocs violents, y compris la défaillance d'un ou de plusieurs participants, et c'est dans ce contexte que la structure de ses ressources financières devrait être évaluée. En outre, les mécanismes de la compensation doivent reposer sur une base juridique solide et transparente, que ceux-ci soient des mécanismes de novation ou d'une autre nature. La compensation doit ainsi être opposable aux participants en faillite. En l'absence d'une telle structure juridique, les obligations définies sur une base nette sont susceptibles d'être contestées dans le cadre d'une liquidation judiciaire ou administrative. Le succès de cette contestation peut alors exposer la contrepartie centrale ou la contrepartie originelle à un risque de règlement supplémentaire. La contrepartie centrale doit également être solide sur le plan opérationnel et doit faire en sorte que ses participants soient incités et aptes à gérer les risques qu'ils assument.

3.21 Les contreparties centrales ont recours à différents moyens pour maîtriser le risque, selon le marché concerné et la nature des risques encourus. Les critères d'accès sont ici essentiels (voir recommandation 14 relative à l'accès). L'exposition de la contrepartie centrale devrait donner lieu à la constitution de sûretés. La plupart de ces institutions demandent à leurs membres de déposer des sûretés pour couvrir les fluctuations potentielles du marché sur des positions ouvertes ou des transactions non réglées. En outre, les positions sont généralement évaluées aux prix du marché une ou plusieurs fois par séance, la contrepartie centrale prélevant alors des espèces ou des sûretés supplémentaires pour tenir compte de tout changement affectant la valeur nette des positions ouvertes des participants depuis la précédente valorisation et le précédent règlement. En période de volatilité, elle peut collecter des sûretés supplémentaires pour réduire encore son exposition. Les contreparties centrales devraient aussi disposer de règles précisant clairement de quelle manière les défaillances seront traitées et comment le partage des pertes sera organisé au cas où les sûretés d'une partie défaillante ne suffiraient pas à couvrir son exposition. Elles peuvent ainsi demander à leurs membres de contribuer à des fonds de compensation, qui sont en général constitués d'espèces ou de titres liquides et de qualité supérieure, selon une formule fondée sur le volume de l'activité de règlement de l'intervenant considéré. La dotation de ces fonds est souvent complétée par des polices d'assurance ou d'autres soutiens financiers. Les exigences en termes de liquidité sont généralement satisfaites par une combinaison d'actifs provenant de ces fonds de compensation et de lignes de

crédit bancaires à première demande. Les règles et procédures de traitement des défaillances devraient être transparentes, afin de permettre aux membres et autres participants au marché d'évaluer les risques qu'ils assument du fait de leur statut de membre et de leur recours à une contrepartie centrale.

3.22 Les contreparties centrales élaborent actuellement des normes de portée mondiale de gestion du risque reposant sur leur expérience et sur leur savoir-faire commun. En février 2001, de hauts responsables faisant partie de l'association européenne des chambres de compensation avec contrepartie centrale (*European Association of Central Counterparty Clearing Houses* : EACH) ont élaboré des critères de gestion du risque pour leurs organisations. Depuis lors, l'association CCP 12, qui regroupe des contreparties centrales asiatiques, américaines et européennes, a entrepris de réviser ces normes EACH en vue d'une plus large acceptation de la part des contreparties centrales⁵. Lorsque ces travaux auront abouti, les autorités nationales devront envisager de s'en servir comme point de départ dans l'évaluation des procédures de gestion du risque des contreparties centrales.

Recommandation 5 : Prêt de titres

Le prêt et l'emprunt de titres (ou les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques) devraient être encouragées en tant que méthode pour accélérer le règlement des opérations sur valeurs mobilières. Les obstacles qui s'opposent à l'utilisation du prêt de titres à cette fin devraient être levés.

3.23 La présence de marchés de prêt de titres matures et liquides (y compris ceux concernant les pensions livrées et les autres transactions équivalentes en termes économiques) améliore généralement le fonctionnement des marchés des valeurs mobilières. Ils permettent en effet aux vendeurs d'accéder aisément aux titres dont ils ne disposeraient pas en stock pour régler leurs transactions ; d'autre part, ils constituent un moyen efficace de financer des portefeuilles de titres et contribuent aux stratégies de négociation des participants⁶. L'existence de marchés liquides de prêt de titres réduit le risque de règlements non dénoués, car ils donnent aux participants ayant obligation de livrer des titres qu'ils n'ont pas reçus et n'ont pas en stock, la possibilité d'emprunter ceux-ci et d'en assurer ainsi la livraison. Grâce à ces marchés, les participants peuvent également couvrir des transactions dont le dénouement a d'ores et déjà échoué, ce qui permet de remédier à ce défaut. Pour les transactions transfrontières, en particulier les opérations adossées, il est souvent plus efficace et plus économique pour un participant d'emprunter un titre en vue d'une livraison que de devoir affronter le risque et les coûts liés à un défaut de règlement.

3.24 Il convient donc d'encourager les marchés liquides de prêt de titres, sous réserve que soient fixées des limites appropriées empêchant leur utilisation à des fins interdites par la réglementation ou la loi. Ainsi, sur certains marchés et dans certaines circonstances, il est illégal d'emprunter des titres pour couvrir des ventes à découvert. Même dans les juridictions qui restreignent le prêt de titres pour d'autres motifs de politiques publiques, les autorités devraient envisager de permettre cette forme de prêt afin de réduire les défauts de règlement. Les freins au développement et au fonctionnement des marchés de prêt de titres devraient, autant que possible, être supprimés. Sur de nombreux marchés, le traitement des opérations de prêt de titres s'accompagne de lourdes procédures manuelles. L'absence de procédures robustes et automatisées accroît les risques opérationnels et les erreurs. Il peut alors être difficile de parvenir à temps à un règlement des opérations de prêt de titres. Or, celles-ci nécessitent souvent un cycle de règlement plus court que les transactions classiques. Les possibilités d'améliorations dans le traitement des prêts et emprunts transfrontières de titres sont particulièrement nombreuses. Certains DCT cherchent à surmonter ces difficultés en mettant en place des mécanismes centralisés de prêt. D'autres proposent des services destinés à favoriser le marché

⁵ Le CCP 12 se compose des entités suivantes : 1) Australian Stock Exchange, 2) Brazilian Clearing and Depository Corporation - CBLC, 3) Eurex Clearing, 4) Chicago Mercantile Exchange, 5) Clearnet, 6) Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, 7) London Clearing House, 8) S D Indeval, SA de C V, 9) Singapore Exchange Limited, 10) Caisse canadienne de dépôts de valeur limitée, 11) The Depository Trust & Clearing Corporation, 12) The Options Clearing Corporation et 13) Tokyo Stock Exchange.

⁶ Pour une analyse approfondie des prêts de titres et des pensions livrées, voir Groupe de travail conjoint CSPR/OICV, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications* (BRI, 1999) ; Committee on the Global Financial System, *Implications of Repo Markets for Central Banks* (BRI, 1999).

des prêts bilatéraux. Les besoins varient selon les marchés, et les participants ainsi que les DCT devraient évaluer l'utilité des différents types de dispositifs envisageables.

3.25 D'autres obstacles peuvent trouver leur origine dans des mesures fiscales ou comptables, des restrictions juridiques au prêt, un fondement juridique inappropriée au prêt de titres ou l'existence d'ambiguïtés quant au traitement de telles transactions en cas de faillite. L'un des principaux facteurs susceptibles de restreindre le développement de ce segment peut tenir à la fiscalité des opérations de prêt de titres. Dans plusieurs juridictions, la neutralité fiscale accordée à la transaction sous-jacente et la suppression de certaines taxes sur les opérations ont débouché sur un accroissement de l'activité. Les normes comptables exercent, elles aussi, une influence sur le marché du prêt de titres, en particulier sur la question de savoir si les sûretés constituées doivent apparaître au bilan, et le cas échéant sous quelles conditions. Les autorités de certaines juridictions limitent les catégories ou le volume des titres susceptibles d'être prêtés, les types de contreparties autorisées à prêter ces valeurs, ou la nature des sûretés admissibles. Les incertitudes relatives au statut juridique des transactions, par exemple à leur traitement en cas d'insolvabilité, constituent une autre entrave au développement d'un marché des prêts de titres. La structure juridique et réglementaire doit être claire, afin que toutes les parties concernées puissent avoir pleine connaissance de leurs droits et de leurs obligations.

3.26 Le prêt de titres peut certes être utile, mais comporte également des risques, tant pour l'emprunteur que pour le prêteur. Les titres prêtés, ou les sûretés constituées, peuvent ne pas être restitués, suite, par exemple, à la défaillance d'une contrepartie, à un défaut de fonctionnement ou à un contentieux juridique. Il serait alors nécessaire d'acquérir ces titres sur le marché, ce qui peut avoir un certain coût. Les contreparties aux prêts de titres devraient appliquer des mesures appropriées de gestion du risque, qui passent notamment par des évaluations du crédit, la constitution de sûretés pour limiter les expositions, l'évaluation journalière aux prix du marché des expositions et des sûretés, et le recours à des conventions cadres.

Recommandation 6 : Dépositaires centraux de titres (DCT)

Les titres devraient le plus largement possible être immobilisés ou dématérialisés et transférés par passation d'écritures sur les livres des DCT.

3.27 Les propriétaires des titres peuvent les détenir selon différentes modalités. Dans certaines juridictions, ce sont les titres physiques qui circulent et les propriétaires peuvent conserver ceux qui sont en leur possession, même s'ils font généralement appel à un conservateur, afin de réduire les risques et les frais de garde. L'immobilisation des titres physiques, qui consiste à concentrer la détention chez un dépositaire (ou un DCT), peut réduire considérablement les coûts et risques associés à la détention et à la négociation de titres. Pour promouvoir l'immobilisation de tous les certificats correspondant à une ligne de titres particulière, une juridiction pourrait encourager l'émission d'un certificat global, qui représenterait tous les titres émis. On s'éloigne encore un peu plus de la circulation de titres physiques avec la dématérialisation totale des titres émis. Dans ce cas, aucun certificat global n'est établi, puisque les droits et obligations procèdent d'écritures comptables sur un registre électronique.

3.28 Les différences ne concernent pas seulement les dispositifs physiques de détention de titres, mais aussi le cadre juridique. On peut globalement classer les systèmes de détention en deux catégories : directs ou indirects (voir annexe 2). Chacune des deux catégories présente des avantages et des inconvénients, et l'une comme l'autre peuvent être conçues en conformité avec les présentes recommandations. Dans les juridictions où existe un système de détention directe sans que la tenue du registre de l'émetteur incombe officiellement au DCT, un transfert de titres auprès de ce dernier devrait automatiquement se traduire par le transfert de propriété sur les titres dans le registre officiel de l'émetteur.

3.29 L'immobilisation ou la dématérialisation de titres, ainsi que leur transfert par écritures comptables sur les livres d'un DCT, réduit dans des proportions significatives les coûts globaux liés aux règlements et à la garde. La centralisation au sein d'une entité unique des opérations ayant trait à la conservation et au transfert permet en effet des économies d'échelle. En outre, une automatisation avancée peut induire des gains d'efficacité en réduisant les erreurs et les délais inhérents au traitement manuel. En abaissant les coûts et en augmentant la rapidité et l'efficacité de l'opération, le règlement dématérialisé favorise également le développement de marchés de prêt de titres, y compris ceux liés aux pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques. Ces activités accroissent à leur tour la liquidité des marchés des valeurs mobilières et facilitent le recours

aux titres comme garantie pour la gestion de risques de contrepartie, ce qui rend la négociation et le règlement plus efficaces. Une gouvernance efficace (voir recommandation 13) est toutefois nécessaire pour que ces avantages ne disparaissent pas sous l'effet d'un comportement monopolistique du DCT.

3.30 Par ailleurs, l'immobilisation ou la dématérialisation des titres atténue ou élimine certains risques, parmi lesquels la destruction ou le vol de certificats. Le transfert de propriété des titres par jeu d'écritures comptables est une condition essentielle au raccourcissement du cycle de règlement, qui limite en outre les risques de coût de remplacement. Ce mécanisme de transfert facilite également la livraison contre paiement, faisant ainsi disparaître les risques en principal.

3.31 Pour des raisons de sécurité autant que d'efficacité, les titres devraient donc être le plus largement possible immobilisés ou dématérialisés chez les DCT. En pratique, les investisseurs particuliers peuvent se montrer réticents à abandonner leurs certificats. Cependant, une immobilisation complète n'est pas indispensable pour tirer parti des avantages offerts par les DCT. Celle des avoirs détenus par les participants les plus actifs peut être suffisante. Ce serait alors aux investisseurs moins actifs qui tiennent à conserver leurs certificats de supporter les coûts de leur propre décision.

Recommandation 7 : Livraison contre paiement (LCP)

Les DCT devraient éliminer le risque en principal en reliant les transferts de titres aux règlements espèces d'une manière qui permette la livraison contre paiement.

3.32 Le règlement d'opérations sur titres selon le principe de la livraison contre paiement (ou règlement-livraison) fait disparaître le risque en principal. En d'autres termes, il n'y a alors plus de risque que des titres puissent être livrés sans que le paiement n'intervienne, ou inversement. La livraison contre paiement réduit le risque, sans l'éliminer, que la défaillance d'un affilié d'un DCT débouche sur une perturbation systémique. En effet, une telle défaillance pourrait entraîner des tensions substantielles sur la liquidité ou des coûts de remplacement élevés. La mise en place de la livraison contre paiement par le DCT permet aux membres de ce dernier d'offrir eux aussi à leurs clients un mécanisme de livraison contre paiement.

3.33 Il existe plusieurs manières d'instaurer la livraison contre paiement⁷. On peut ici distinguer trois « modèles » différents, selon que le règlement des titres et/ou le transfert des espèces s'effectuent sur une base brute (opération par opération) ou nette, et en fonction des conditions définissant le moment où les transferts prennent un caractère définitif. Ce caractère définitif peut être acquis par une procédure en temps réel (c'est-à-dire au fil de l'eau tout au long de la journée), sur une base intrajournalière (c'est-à-dire à plusieurs reprises dans la journée) ou seulement à la fin de la journée. Quelle que soit l'approche retenue, l'essentiel est que le cadre technique, juridique et contractuel subordonne le caractère définitif de tout transfert de titres à celui du règlement espèces correspondant. La livraison contre paiement peut et devrait être mise en œuvre pour l'émission et le remboursement des titres, aussi bien que pour les transactions sur les marchés secondaires.

3.34 Au sens strict, la livraison contre paiement n'impose pas la simultanéité des transferts définitifs d'espèces et de titres. Bien souvent, lorsqu'un DCT ne met pas lui-même de comptes espèces à disposition en vue du règlement, il commence par bloquer les titres sous-jacents sur le compte du vendeur ou de son conservateur. Il demande ensuite que les fonds soient transférés de l'acheteur au vendeur sur les livres de la banque de règlement. Enfin, les titres sont livrés à l'acheteur ou à son conservateur si et seulement si le DCT reçoit confirmation, par la banque de règlement, que la partie espèces a bien été réglée. Dans ce contexte, les titres bloqués ne doivent pas être sujets à une réclamation émanant de tiers (autres créanciers, autorités fiscales, voire le DCT lui-même), car une telle éventualité ferait surgir un risque en principal.

3.35 Un DCT qui met en place un système de livraison contre paiement permet à ses correspondants locaux de proposer ce mécanisme à leurs clients établis dans d'autres juridictions. Les liens transfrontières entre DCT (voir recommandation 19) peuvent être conçus de manière à

⁷ Voir CSPP, *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems* (BRI, 1992).

permettre le règlement d'opérations transfrontières avec livraison contre paiement entre les participants des différents DCT utilisant le lien.

Recommandation 8 : Moment du règlement définitif

Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard en fin de journée. Si nécessaire, un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel devrait être prévu afin de réduire les risques.

3.36 Le moment du règlement définitif devrait être défini clairement à l'attention de tous les participants, tant pour les transferts franco de paiements que pour les livraisons contre paiement. Il est essentiel que les transferts définitifs soient achevés à la fin de la journée. En effet, le report du règlement à la séance suivante peut considérablement accroître le risque de perturbations systémiques faisant suite à la défaillance de participants, notamment parce que c'est généralement entre deux séances que les autorités décident de fermer les institutions insolvables. Cependant, les règlements nets en fin de journée peuvent entraîner des risques de liquidité significatifs, si les mécanismes de contrôle du risque destinés à faire face aux défaillances ne sont pas très robustes (voir recommandation 9).

3.37 Même si les risques de défaut de règlement sont bien maîtrisés, le règlement net en fin de journée peut faire courir d'autres risques aux participants. Ces risques peuvent et devraient être réduits grâce au règlement définitif intrajournalier (voire en temps réel). Par exemple, ce type de règlement est parfois nécessaire pour des opérations de politique monétaire ou de paiement, le règlement d'opérations adossées ou les appels de marge intrajournaliers effectués par les contreparties centrales, ainsi que pour la sécurité et l'efficacité des liens transfrontières entre DCT.

3.38 Les opérations de politique monétaire des banques centrales doivent souvent donner lieu à un règlement à heures fixes dans la journée. Lorsqu'un système de paiement impose la constitution de sûretés en contrepartie des crédits accordés, il peut également être indispensable pour un fonctionnement sans heurt du dispositif, qu'un règlement définitif en temps réel ou intrajournalier intervienne pour assurer la livraison de ces sûretés.

3.39 Le règlement définitif intrajournalier ou en temps réel peut en outre être essentiel aux participants de marché les plus actifs, par exemple à ceux qui réalisent des opérations adossées, notamment le financement de titres via des pensions livrées ou des transactions analogues. La notification des défaillances en fin de journée induirait un risque de liquidité significatif pour ces contreparties. Le règlement définitif intrajournalier est tout aussi important pour les contreparties centrales qui comptent sur les appels de marge intrajournaliers pour réduire leurs risques vis-à-vis de leurs membres.

3.40 Enfin, en l'absence de règlement définitif intrajournalier ou en temps réel, les liens entre un DCT et d'autres DCT (par exemple, des DCT étrangers, pour faciliter le règlement de transactions transfrontières) peuvent engendrer des risques systémiques, sauf à imposer des mesures de contrôles supplémentaires qui seraient susceptibles de nuire à l'efficacité des liens. Il pourrait notamment y avoir un risque systémique si un DCT autorisait des transferts provisoires de titres envers d'autres DCT. La révocation de ces transferts pourrait alors propager aux autres DCT ayant mis en place un lien les perturbations liées au défaut de règlement intervenu auprès du DCT ayant effectué ces transferts provisoires. Pour se prémunir contre ce risque, soit le DCT devrait interdire les transferts provisoires, soit les DCT ayant établi un lien devraient prohiber tout nouveau transfert des titres avant que les opérations initiales n'acquiescent leur caractère définitif. Néanmoins, de tels contrôles des risques peuvent engendrer des coûts d'opportunité significatifs pour les utilisateurs du lien, en particulier pour les participants de marché actifs qui réalisent des opérations adossées.

3.41 C'est pour ces raisons que de plus en plus de marchés réclament un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel. Cependant, les risques évoqués ci-dessus et les demandes de règlement intrajournalier qui s'ensuivent ne présentent pas la même urgence d'un marché à l'autre. Lorsque ces demandes ne sont pas pressantes, un système à règlement net en fin de journée assorti de solides mesures de contrôle des risques (recommandation 9) peut constituer le meilleur compromis entre sécurité et efficacité. Quel que soit le dispositif retenu, il est crucial que le DCT indique clairement à ses affiliés le moment du règlement définitif. De plus, il devrait interdire la révocation unilatérale à l'approche de la fin de la journée des instructions de transfert non exécutées, de manière à éviter les risques de liquidité que ce comportement pourrait créer.

Recommandation 9 : Instauration par le DCT de mesures de contrôle des risques de défaut de règlement des participants

Les DCT qui accordent des crédits intrajournaliers aux participants, y compris ceux qui gèrent des systèmes à règlement net, devraient instaurer des contrôles des risques qui assurent, au minimum, le règlement en temps requis dans le cas où le participant présentant la plus importante obligation de paiement serait dans l'incapacité de s'exécuter. Les mesures de contrôles les plus fiables associent des exigences de constitution de sûretés et des limites.

3.42 Lorsqu'ils sont en droit de le faire, les DCT accordent fréquemment (en tant que contrepartie ou en tant qu'agent opérationnel) du crédit intrajournalier aux participants, afin de faciliter les règlements en temps voulu et, en particulier, d'éviter les blocages. Dans un système à règlement brut, ces crédits sont généralement accordés par le DCT agissant en tant que contrepartie à l'opération, et revêtent la forme de prêts intrajournaliers ou de pensions livrées. Dans un système à règlement net, ils sont habituellement octroyés par le DCT, intervenant en tant qu'agent pour le compte d'autres participants, et prennent la forme de positions débitrices nettes en espèces, qui ne sont réglées qu'à un ou plusieurs moments au cours de la journée de traitement, en fonction des spécifications préalables entre les parties (voir l'analyse, au point 3.44, des conséquences de la révocation de transferts provisoires dans les systèmes à règlement net).

3.43 Lorsqu'un DCT accorde des crédits à des participants, il fait naître le risque que ces derniers ne parviennent pas à s'acquitter de leurs obligations. Ces défauts de règlement peuvent être à l'origine de défauts de remboursements de crédits et de tensions sur la liquidité pour le DCT ou ses autres participants. Si ces pertes et tensions sur la liquidité dépassent les ressources financières des intervenants censés y faire face, il peut en résulter des défaillances en cascade, l'ensemble du dispositif pouvant alors se révéler incapable de procéder au règlement en temps requis. Si tel est le cas, tant les marchés de titres utilisant le DCT que les systèmes de paiement peuvent subir des perturbations.

3.44 La défaillance d'un participant important est susceptible de créer ces perturbations dans tout système de règlement. Ce risque est néanmoins particulièrement élevé dans les systèmes à règlement net qui tentent de gérer ces défauts de règlement en révoquant les transferts qui concernent ce participant. La révocation consiste à révoquer tout ou partie des transferts de titres et règlements espèces provisoires impliquant ce participant, puis à recalculer les obligations de règlement des autres membres. Une révocation a pour conséquence des tensions sur la liquidité (et divers coûts de remplacement) pour les intervenants qui ont livré des titres au participant défaillant ou qui ont reçu des titres de ce dernier. Si tous ces transferts doivent être annulés et si cette révocation a lieu à un moment où les marchés monétaires et de prêt de titres sont illiquides (par exemple, en fin de journée ou à l'approche de la fin de la journée), les participants restants pourraient être confrontés à un volume insuffisant d'espèces ou de titres, qu'il leur serait extrêmement difficile de couvrir.

3.45 Les DCT qui accordent des crédits à des participants doivent donc imposer des mesures de contrôle des risques, afin de limiter les risques de défaut de règlement susceptibles d'entraîner des perturbations systémiques. Ces mesures de contrôle devraient au moins permettre au système d'assurer le règlement des opérations du participant présentant l'obligation de paiement la plus élevée en cas de défaut de ce dernier. Toutefois, de telles défaillances ne surviennent pas forcément de manière isolée. C'est pourquoi les systèmes devraient être capables, dans la mesure du possible, de surmonter des défaillances supplémentaires. Au moment de déterminer le niveau de sécurité souhaité, le DCT doit évaluer avec la plus grande attention les coûts supplémentaires pour les participants d'une certitude accrue du règlement, à la lumière de la probabilité et de l'impact potentiel de défauts de règlement multiples. Pour atteindre le niveau de sécurité défini, le DCT peut recourir à divers types de contrôles des risques. Ce choix dépend de plusieurs facteurs, et notamment de l'importance systémique du mécanisme de règlement, du volume et de la valeur des règlements, ainsi que de l'influence des contrôles sur l'efficacité du système.

3.46 Face aux risques de pertes et aux problèmes de liquidité potentiels résultant de défauts de règlement, la méthode la plus fiable consiste à combiner des exigences de constitution de sûretés et de limites. Dans ce cas, pour contrôler l'exposition au risque de crédit, tout crédit, tant sur la partie espèces que sur la partie titres, doit être entièrement couvert par des sûretés. Le DCT y veille en appliquant des décotes qui reflètent la volatilité du prix des sûretés. Des mécanismes juridiquement contraignants sont également en place pour permettre la cession ou le nantissement rapides des sûretés. De plus, pour parer à d'éventuelles tensions sur la liquidité, les crédits doivent être limités. Pour la partie titres, il peut arriver qu'un DCT organise des mécanismes de prêts de titres pour le

compte des participants, afin de faciliter le règlement en temps requis ; en revanche, les soldes débiteurs sur titres sont interdits. (Aucun DCT ne devrait autoriser les découverts ou les soldes débiteurs sur titres.) Pour la partie espèces, le crédit éventuellement alloué à chaque participant (la position débitrice de ce dernier dans un système à règlement net, et le volume de ses emprunts intrajournaliers dans un système à règlement brut) doit être limité. Ces limitations correspondent aux montants que le DCT ou d'autres participants seraient à même de couvrir compte tenu des liquidités dont ils disposent, et des responsabilités respectives dans le cadre des règles du système relatives aux défauts. En revanche, si une banque centrale accorde un crédit dans sa monnaie à des affiliés au DCT, elle n'a pas besoin de définir de limites, puisque ses liquidités sont illimitées. Elle peut néanmoins décider de fixer des limites afin de contenir les risques qu'elle encourt vis-à-vis des participants.

Recommandation 10 : Actifs de règlement

Les actifs destinés au règlement des obligations ultimes de paiement découlant des transactions sur titres devraient comporter un risque de crédit ou de liquidité faible ou nul. Si la monnaie de banque centrale n'est pas utilisée, des dispositions doivent être prises pour prémunir les membres du DCT contre les pertes et problèmes de liquidité pouvant résulter de la défaillance de l'agent de règlement dont les actifs sont utilisés.

3.47 Les mécanismes de paiement liés aux transactions sur titres diffèrent d'un participant et d'un DCT à l'autre. Dans certains cas, le participant est en relation directe avec le DCT et avec l'agent de règlement sur les livres duquel le règlement espèces ultime est effectué. Dans d'autres cas, le participant traite directement avec le DCT, mais pas avec l'agent de règlement⁸. Il fait alors appel à une ou plusieurs banques de règlement pour s'acquitter de ses obligations de paiement⁹. Cette banque règle *in fine* la partie espèces en mouvementant les soldes des avoirs en compte auprès de l'agent de règlement. Ces transferts sont effectués via un système de paiement interbancaire, généralement celui des banques centrales, ce qui confère habituellement à un tel dispositif une importance systémique. Le système de paiement utilisé pour ces transferts interbancaires devrait donc être conforme aux *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*¹⁰.

3.48 Quel que soit le mécanisme de paiement, la défaillance de l'agent de règlement dont les actifs sont utilisés pour le règlement ultime des opérations pourrait provoquer des perturbations entraînant des pertes importantes et des problèmes de liquidité significatifs pour les participants au DCT. De surcroît, ces risques sont indépendants de leur volonté, et les membres du DCT peuvent difficilement les maîtriser. Il relève donc d'un intérêt général supérieur de contenir les éventuels risques systémiques, en recourant à un actif de règlement comportant un risque de crédit ou de liquidité faible ou nul.

3.49 Dans un système à une seule monnaie, certains DCT utilisent la banque centrale émettrice comme agent de règlement. Il n'y a alors aucun risque que cette institution soit défaillante. Cependant, la banque centrale ne peut pas toujours être l'unique agent de règlement. Même dans un système à une monnaie, il se peut que certains (et parfois un grand nombre de) participants au DCT, contreparties centrales et DCT membres d'un lien n'aient pas accès à des comptes ouverts auprès de la banque centrale émettrice¹¹. Dans un système multidevise, il peut être particulièrement difficile de

⁸ Certains participants peuvent ne pas avoir de liens directs avec le DCT ni avec l'agent de règlement.

⁹ Dans certains cas, l'entité de règlement n'est pas constituée en tant que banque. Dans le présent document, le terme « banque » désignera au sens large tout établissement fournissant de tels services, qu'il ait ou non le statut de banque.

¹⁰ Voir *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, CSPR (Banque des Règlements Internationaux, 2001).

¹¹ Cette recommandation ne saurait suggérer que tous les membres des DCT devraient avoir accès à des comptes ouverts sur les livres de la banque centrale. Les critères diffèrent d'une banque centrale à l'autre, mais l'accès est généralement limité aux institutions dont le rôle ou la taille justifie l'accès à des actifs de règlement sans risque. Tous les DCT n'ont pas nécessairement besoin d'accéder à la monnaie centrale. On peut parvenir à un équilibre adéquat entre sécurité et efficacité par des dispositifs d'intermédiation: dans cette configuration, certains membres de DCT s'acquittent de leurs obligations de paiement par l'intermédiaire d'autres membres qui, eux, ont accès à des comptes ouverts auprès de la banque centrale.

faire appel à des banques centrales émettrices. En effet, bien que l'accès à distance des participants des DCT aux comptes ouverts auprès des instituts d'émission soit permis, les heures de fonctionnement des systèmes de paiement de ces derniers ne correspondent pas forcément avec les horaires auxquels les DCT ont besoin d'effectuer des règlements dans les monnaies concernées.

3.50 Lorsqu'une banque privée sert d'agent de règlement, des dispositions doivent être prises pour protéger les participants au DCT contre les pertes et les tensions sur la liquidité pouvant résulter de la défaillance de cet établissement. L'un des modes de protection les plus courants consiste, pour le DCT, à prendre la forme d'une banque spécialisée et à devenir agent de règlement en proposant des comptes espèces à ses membres. Pour limiter le risque de défaut, il faut définir précisément les fonctions de cette banque spécialisée. En outre, le DCT devrait instaurer des mesures de contrôle fiables de son exposition au risque de crédit vis-à-vis de ses affiliés (recommandation 9), être fortement capitalisé ou bénéficiaire de mécanismes efficaces de partage des pertes, ou d'accords de refinancement par des tiers, et limiter strictement toutes les opérations ne concernant pas le règlement, ainsi que les risques y afférents.

3.51 Même si le risque de défaillance de l'agent de règlement est éliminé ou limité efficacement, lorsque certains (ou peut-être beaucoup de) participants au DCT ne sont pas en relation directe avec celui-ci et préfèrent recourir à une ou plusieurs banques de règlement, la défaillance de l'une de ces banques peut également entraîner des perturbations systémiques. Dans ces conditions, moins les banques de règlement sont nombreuses, plus la proportion des paiements effectués par transferts de soldes auprès de ces banques sera importante par rapport aux transferts de soldes réalisés sur les livres de l'agent de règlement. Il importe donc que les banques de règlement fassent l'objet d'une régulation appropriée et disposent des moyens juridiques et techniques nécessaires pour assurer l'efficacité des services qu'elles proposent. Si le recours à un petit nombre d'agents de règlement engendre une concentration significative des expositions, ces expositions devraient être très étroitement contrôlées et la situation financière des banques de règlement évaluée soit par l'opérateur du DCT, soit par les régulateurs et les instances de surveillance.

3.52 Enfin, quels que soient les mécanismes de paiement considérés, les participants devraient pouvoir retransférer le produit des règlements de titres dès que possible, au minimum le jour même, et idéalement sur une base intrajournalière, de manière à limiter leurs risques de liquidité et de crédit associés aux actifs utilisés.

Recommandation 11 : Fiabilité opérationnelle

Les sources de risque opérationnel au niveau des processus de prérèglement et de règlement devraient être identifiées et réduites au minimum par la mise en place de systèmes, de procédures et de contrôles adaptés. Les systèmes devraient être fiables, sûrs et avoir une capacité d'évolution adéquate. Des plans d'urgence et des dispositifs de secours devraient être mis en place afin d'assurer une reprise des opérations et l'achèvement du processus de règlement en temps requis.

3.53 On entend par risque opérationnel le risque que des pertes imprévues résultent de dysfonctionnement des dispositifs d'information ou des contrôles internes, d'erreurs humaines ou de gestion. Les systèmes de compensation et de règlement dépendant de plus en plus des systèmes d'information, la fiabilité de ces derniers constitue un élément fondamental du risque opérationnel. L'importance de ce risque réside dans sa capacité à nuire à l'efficacité des mesures adoptées pour gérer d'autres risques liés au processus de règlement, et à entraîner pour les participants des pertes imprévues qui, si elles s'avéraient conséquentes, pourraient avoir des conséquences systémiques.

3.54 Le risque opérationnel peut avoir de multiples causes, notamment : un contrôle inadéquat des systèmes et processus ou plus généralement une gestion inappropriée (manque de savoir-faire, contrôle ou formation lacunaires, ressources inadaptées) ; soit encore une erreur d'identification ou de compréhension des risques et des contrôles et procédures nécessaires pour les limiter ou les gérer ; ou enfin une vérification insuffisante de la compréhension et du respect des procédures.

3.55 Les éventuelles défaillances opérationnelles peuvent résulter soit d'erreurs ou de retards dans la manipulation des messages ou dans le traitement des transactions, soit de dysfonctionnements ou d'une interruption du système, soit encore d'actes frauduleux commis par des membres du personnel ou de la divulgation d'informations confidentielles. Les erreurs ou retards dans le traitement des transactions peuvent tenir à une mauvaise communication, à des informations ou documents incomplets ou inexacts, ou encore au non-respect des instructions ou à des erreurs dans la transmission des informations. Ces problèmes sont particulièrement fréquents dans le cas de

procédures manuelles. L'existence de titres physiques, qui peuvent être défectueux, perdus ou volés, accroît également le risque d'erreur ou de retard. Bien que l'automatisation ait amélioré la rapidité et l'efficacité du processus de préréglément/règlement, elle comporte, elle aussi, des risques inhérents de dysfonctionnement, d'interruption et de délinquance informatique, par exemple si la sécurité, la capacité ou la fiabilité des systèmes de secours ne sont pas suffisantes.

3.56 Les défaillances opérationnelles peuvent provoquer divers problèmes : règlement tardif ou non dénoué, qui porte atteinte à la situation financière des participants, plaintes de clients, frais de contentieux et coûts connexes, atteinte à la réputation et perte d'activités, et mise en danger d'autres systèmes de contrôle des risques, ce qui a pour effet d'accroître le risque de crédit ou de marché. Une grave défaillance opérationnelle au niveau d'un DCT, d'une contrepartie centrale, d'un agent de règlement ou d'un participant important pourrait avoir des conséquences négatives significatives sur l'ensemble des marchés de titres et d'autres produits.

3.57 Afin de minimiser le risque opérationnel, les opérateurs du système devraient en identifier les sources, déterminer s'il découle des dispositions prises par l'opérateur lui-même ou par ses participants, et définir des procédures et des dispositifs précis pour y faire face. Les contrôles de gestion devraient être adéquats et le personnel suffisamment nombreux (et qualifié) pour veiller à la bonne mise en œuvre des procédures. Les risques, les dispositifs et procédures d'exploitation, ainsi que les systèmes, devraient être réexaminés de manière périodique et en particulier suite à toute modification apportée au système. Les dispositifs d'information devraient être périodiquement soumis à un audit indépendant, et des audits externes devraient être sérieusement envisagés.

3.58 Tous les systèmes clefs devraient être sécurisés (contrôles d'accès, protections adéquates contre les intrusions extérieures, pistes d'audit), fiables, évolutifs, capables de traiter des volumes d'ampleur extrême et disposer de plans de secours appropriés en cas d'interruption. Ces plans de secours devraient donner lieu à des exercices, à des tests sous contrainte et, dans l'idéal, être immédiatement disponibles. Même si les opérations peuvent reprendre après une perturbation systémique avec une partie des données perdues, les plans de secours devraient au moins permettre l'identification, avec certitude et en temps requis, de l'état de toutes les transactions au moment de la perturbation. Le système devrait pouvoir rétablir le fonctionnement et les données sans entraver le processus de règlement. Les systèmes de règlement de titres sont de plus en plus tributaires des communications électroniques et doivent assurer l'intégrité des instructions grâce à des réseaux et procédures fiables (chiffrement, notamment) pour une transmission de données précise, rapide et sans interruption notable. Les marchés devraient s'efforcer de rester en phase avec les progrès des technologies et procédures, même si la capacité à contenir les risques opérationnels peut être limitée par les infrastructures mêmes des marchés (télécommunications, par exemple). Le Principe Fondamental VII des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* détaille ces aspects opérationnels¹².

3.59 Certaines opérations de préréglément et de règlement peuvent être sous-traitées. Dans ces cas, il y aura un risque opérationnel au niveau du prestataire extérieur. Les opérateurs de systèmes qui externalisent de telles opérations devraient donc veiller à ce que celles-ci respectent les mêmes normes que s'ils s'en chargeaient directement.

Recommandation 12 : Protection des titres des clients

Les entités assurant la conservation de titres devraient mettre en œuvre des pratiques comptables et des procédures de conservation qui assurent la protection complète des titres de leurs clients. Il est essentiel que ces titres soient protégés contre les réclamations émanant de créanciers d'un conservateur.

3.60 Le risque de conservation est le risque qu'interviennent des pertes financières sur des titres confiés en conservation, suite à l'insolvabilité d'un conservateur (ou d'un sous-conservateur), à une négligence, à une mauvaise utilisation des actifs, une fraude, une mauvaise administration, une tenue de comptes inadéquate ou une incapacité à protéger les intérêts du client (droits de vote et

¹² Voir CSPR, *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (Banque des Règlements Internationaux, 2001).

distributions de dividendes ou d'actions)¹³. Même si les conservateurs sont principalement des banques commerciales, les DCT détiennent et administrent eux aussi des titres pour le compte de leurs participants directs. Le risque de conservation existe donc également à leur niveau. (Les participants directs à un DCT peuvent détenir des titres en leur nom propre ou pour le compte de clients.)

3.61 Les conservateurs devraient recourir à des procédures assurant que tous les actifs des clients sont comptabilisés et conservés de manière appropriée, que ces titres soient détenus directement par eux-mêmes ou par un sous-conservateur. Les titres des clients devant en outre être protégés contre les réclamations des créanciers du conservateur, les droits d'un client à l'encontre d'un conservateur sont généralement prioritaires ou bénéficient d'un traitement préférentiel au titre de la législation sur les faillites. (Les actifs des clients pourraient néanmoins être frappés d'un droit de rétention par le conservateur si, par exemple, le client a constitué une sûreté au profit de ce dernier.) L'un des moyens de protéger le client contre l'insolvabilité d'un conservateur consiste à ségréguer (identifier) les titres des clients sur les livres du conservateur (et de tous les sous-conservateurs, ainsi que, *in fine*, du DCT). Cependant, même lorsque cette ségrégation est pratiquée, les clients courent encore un risque de perte si le conservateur ne détient pas des titres en quantité suffisante pour satisfaire à toutes les réclamations des clients, ou si les titres d'un client ne sont pas facilement identifiables. Les entités qui assurent la conservation de titres (ou qui enregistrent les soldes titres) devraient par conséquent procéder régulièrement à des réconciliations entre ces comptes pour que ceux-ci restent à jour et exacts. Parmi les autres moyens de protéger les clients contre les détournements et le vol, il faut citer les contrôles internes, l'assurance et autres dispositifs de dédommagement.

3.62 Dans l'idéal, les titres du client sont protégés contre les réclamations de la part de créanciers tiers à l'encontre du conservateur. Bien que ces conditions idéales ne soient pas toujours réunies, il est peu probable qu'un de ces créanciers puisse faire valoir des droits sur les titres d'un client lorsque les conservateurs s'acquittent efficacement de leurs responsabilités. De plus, en cas d'insolvabilité d'un conservateur ou d'un sous-conservateur, il devrait être hautement improbable que les titres d'un client puissent être gelés ou rendus indisponibles pendant une longue période. Si une telle situation se présentait, le client aurait des problèmes de liquidité, subirait des pertes ou ne pourrait pas remplir ses obligations. La ségrégation est une méthode courante qui permet plus facilement à un administrateur judiciaire de transférer les positions du client vers un conservateur solvable, ce qui permet ainsi aux clients de gérer leurs positions et de respecter leurs obligations de règlement. À cette fin, il est essentiel que le régime juridique permette la ségrégation des actifs des clients ou l'utilisation d'autres mécanismes servant à hiérarchiser les créances lors d'une faillite, et donc à protéger les avoirs des clients. Il importe également que les autorités de supervision veillent à ce que les conservateurs opèrent bel et bien cette ségrégation.

3.63 Dans le cas d'actifs détenus de manière transfrontière, il est fréquent que plusieurs intermédiaires soient impliqués à différents niveaux dans la conservation. Ainsi, un investisseur institutionnel peut confier ses titres à un conservateur international, qui recourt lui-même à un sous-conservateur affilié au DCT local. Autre cas de figure : un courtier fait conserver ses titres par le DCT de son pays d'origine ou par un dépositaire international, qui en confie la garde au DCT local via un lien transfrontière, ou à un conservateur local. Les mécanismes de protection des actifs des clients peuvent différer selon les modes de détention institués par les juridictions. Les propriétaires des titres devraient être informés de l'étendue des responsabilités du conservateur si les titres sont détenus par des conservateurs intermédiaires.

3.64 Afin d'éviter les pertes imprévues, le conservateur international devrait déterminer si le régime juridique dont relève chacun de ses sous-conservateurs locaux définit des mécanismes appropriés pour protéger les actifs des clients. Autre possibilité : le conservateur international devrait informer ses clients du risque de conservation existant dans telle ou telle juridiction. Les conservateurs internationaux devraient également s'assurer que leurs sous-conservateurs locaux mettent en œuvre des procédures de comptabilité, de conservation et de ségrégation appropriées pour les titres des clients. De même, lorsque les DCT des pays d'origine ou des dépositaires internationaux établissent

¹³ Pour une analyse approfondie des aspects relatifs à la conservation des titres, voir *Client Asset Protection*, Comité technique de l'OICV (OICV, 1996).

des liens avec des DCT étrangers, ils devraient veiller à ce que ces derniers protègent correctement les titres des clients. En présence d'accords transfrontières complexes, il est impératif que toutes les entités faisant partie de la chaîne de conservation recourent à des pratiques et procédures saines, de manière à ce que les intérêts des propriétaires des titres soient protégés contre les actions intentées devant les tribunaux suite à l'insolvabilité ou aux agissements frauduleux d'un conservateur. Chaque juridiction devrait déterminer, au vu des caractéristiques de son propre système de détention de titres, si son régime juridique comporte des mécanismes appropriés pour protéger le client contre d'éventuelles pertes résultant de l'insolvabilité ou des agissements frauduleux d'un conservateur.

Recommandation 13 : Gouvernance

La structure de gouvernance des DCT et des contreparties centrales devrait être conçue de manière à satisfaire à l'intérêt général, et à promouvoir les objectifs des propriétaires et utilisateurs de ces entités.

3.65 La gouvernance englobe les relations entre la direction, les propriétaires et les autres parties intéressées, notamment les utilisateurs et les autorités représentant l'intérêt général. Les principaux éléments caractérisant la gouvernance sont la structure de propriété, la composition du conseil d'administration, les liens hiérarchiques entre direction et conseil d'administration, ainsi que les dispositifs par lesquels la direction doit rendre compte de ses activités (commission d'audit ou dispositif analogue, par exemple).

3.66 La présente recommandation concerne avant tout les DCT et les contreparties centrales. Ces entités sont au cœur du processus de règlement. De plus, étant donné que leurs activités peuvent donner lieu à des économies d'échelle significatives, nombre d'entre elles ont le statut de prestataire unique sur les marchés auxquels elles fournissent leurs services. La réalisation de leurs activités est donc un déterminant clef de la sécurité et de l'efficacité de ces marchés, qui relève l'intérêt général comme des intérêts privés. Leur structure de gouvernance revêt une importance fondamentale, car les économies d'échelle engendrées par les activités de ces entités affaiblissent le jeu de la concurrence qui est censé assurer, dans d'autres conditions, cette sécurité et cette efficacité. Il peut en aller de même avec d'autres prestataires de services de règlement (services de comparaison des caractéristiques des transactions ou services de messagerie, par exemple), dont les mécanismes de gouvernance devraient dans ce cas être, eux aussi, en cohérence avec la présente recommandation.

3.67 Étant donné la diversité des marchés de titres et des cadres de régulation, un ensemble unique de mécanismes de gouvernance ne saurait convenir à toutes les institutions. Une institution dotée d'une bonne gouvernance devrait néanmoins satisfaire à certains critères de base. Les mécanismes de gouvernance devraient être clairement définis, cohérents, compréhensibles et totalement transparents. Il faudrait que les propriétaires, les utilisateurs et les pouvoirs publics soient informés des objectifs, de l'identité des responsables chargés au premier chef de les mettre en œuvre, ainsi que du degré de leur réalisation. La direction devrait disposer des incitations et des compétences nécessaires pour atteindre ces objectifs, et devrait rendre entièrement compte de ses actes. Les relations hiérarchiques entre la direction et le conseil d'administration devraient être claires et directes. Le conseil d'administration devrait posséder une expertise appropriée et prendre en considération tous les intérêts en cause. Ces critères de base devraient être respectés quelle que soit la structure de l'institution concernée (coopérative ou entité à but lucratif).

Recommandation 14 : Accès

Les DCT et les contreparties centrales devraient disposer de critères de participation objectifs et publics permettant un accès équitable et non discriminatoire.

3.68 Un large accès aux DCT, aux contreparties centrales et aux autres prestataires de services essentiels au processus de préréglément/règlement (services de comparaison des caractéristiques des transactions ou services de messagerie, par exemple) encourage la concurrence entre utilisateurs et favorise l'efficacité, ainsi que la maîtrise des coûts. Les participants doivent toutefois posséder un savoir-faire technique et commercial, ainsi que des capacités de gestion du risque suffisantes, les pouvoirs juridiques nécessaires et des moyens financiers adéquats, de façon à ce que leurs activités ne fassent courir un risque inacceptable ni à l'opérateur ni à d'autres utilisateurs ou à leurs clients.

3.69 Les DCT et les contreparties centrales doivent par conséquent définir des critères représentant un juste équilibre entre, d'un côté, les avantages de l'ouverture et, de l'autre, la nécessité de limiter la participation à ceux qui disposent des compétences, des pouvoirs et des moyens financiers requis. Ces critères sont susceptibles de différer en fonction du rôle du participant concerné. Les contreparties centrales, qui sont directement exposées à un risque de crédit vis-à-vis de leurs membres, attachent généralement plus d'importance aux critères financiers. De leur côté, les DCT ont tendance à mettre l'accent sur les compétences techniques et les pouvoirs juridiques, surtout lorsque le risque de liquidité ou de crédit les concernant est faible ou inexistant. Des DCT ou des contreparties centrales peuvent élaborer des critères plus contraignants à l'attention des membres qui assurent la conservation ou le préréglément pour d'autres membres ou pour des clients. Chaque opérateur doit examiner avec la plus grande attention les risques auxquels lui-même et ses utilisateurs sont exposés, afin de déterminer des critères d'accès appropriés.

3.70 Des critères inutilement restrictifs peuvent réduire l'efficacité et induire un risque en concentrant l'activité et l'exposition sur un petit cercle d'utilisateurs. Plus les critères sont restrictifs, plus il importe que l'opérateur s'assure que ses membres sont à même de maîtriser les risques émanant de leurs clients. Les critères devraient être équitables et objectifs, afin d'éviter toute discrimination envers certaines catégories d'utilisateurs ou l'introduction d'éléments faussant le jeu de la concurrence. Ils devraient être énoncés clairement et rendus publics, de manière à être précis et transparents. Il peut être possible d'utiliser des indicateurs indirects du risque (par exemple, pour déterminer si une institution donnée est soumise à un contrôle), mais, ces indicateurs doivent avoir une relation claire avec les risques gérés par l'opérateur. Certaines juridictions peuvent juger utile que les autorités en charge de la concurrence examinent les règles d'accès ou qu'il existe, en cas de refus d'accès, une voie de recours ne dépendant pas du DCT ou de la contrepartie centrale. Les DCT et les contreparties centrales devraient disposer de procédures facilitant de manière ordonnée l'exclusion des participants qui ne satisfont plus aux critères d'adhésion. Ces procédures devraient en outre être rendues publiques.

3.71 Les critères limitant l'accès pour des raisons autres que les risques encourus par le DCT ou la contrepartie centrale devraient être évités. Par exemple, il est peu probable que des limitations d'accès pour les utilisateurs non-résidents soient acceptables, sauf en cas de doutes réels quant à savoir si les règles du système sont opposables aux non-résidents, ou dans le cas où l'accès à distance exposerait l'opérateur ou d'autres utilisateurs à des risques inacceptables ne pouvant pas raisonnablement être maîtrisés. Les restrictions d'accès pour les concurrents et d'autres prestataires de services comparables ne sont acceptables que s'ils peuvent être clairement justifiés pour les mêmes raisons. Ainsi, pour faciliter le règlement transfrontière, les DCT devraient, lorsque le droit et les règles d'ordre public les y autorisent, accorder un accès aux DCT étrangers ou aux contreparties centrales étrangères, à condition que les risques, notamment juridiques, induits par ces liens puissent être contrôlés efficacement (voir la recommandation 19 sur les risques en cas de liens transfrontières).

Recommandation 15 : Efficience

Tout en garantissant la sûreté et la sécurité des opérations, les systèmes de règlement de titres devraient répondre de manière économique aux exigences des utilisateurs.

3.72 L'évaluation de l'efficacité des systèmes de règlement doit prendre en compte avec la plus grande attention l'équilibre entre les besoins des utilisateurs et les coûts pour ces derniers, d'une part, et la nécessaire conformité du système à des normes de sûreté et de sécurité appropriées, d'autre part. En effet, des systèmes inefficients risquent de perturber l'activité financière. Cependant, un système de règlement de titres doit en priorité garantir aux participants nationaux et étrangers que leurs transactions seront réglées dans les délais et selon les modalités convenues. Si ces participants jugent qu'un système n'est pas sûr, ils ne l'utiliseront pas, quelle que soit son efficacité.

3.73 L'efficacité comportant plusieurs aspects, il est difficile d'évaluer de manière concluante celle de tel ou tel système de règlement. Toute évaluation devrait donc, dans une large mesure, chercher à déterminer si l'opérateur ou une autre partie concernée dispose des mécanismes nécessaires pour examiner périodiquement les niveaux de services, les coûts, la tarification et la fiabilité opérationnelle du système.

3.74 Les systèmes de règlement devraient s'efforcer de satisfaire aux exigences des utilisateurs de manière économique. Il faut entendre par là qu'ils doivent notamment répondre aux besoins de ces derniers, être fiables sur le plan opérationnel et disposer de la capacité requise pour traiter à la fois les

volumes de transaction courants et potentiels. Lorsqu'on considère les coûts globaux des systèmes de règlement, il importe de prendre en compte à la fois les coûts directs de fonctionnement de chaque installation centrale, notamment pour les utilisateurs, et les coûts indirects, en termes de gestion de la liquidité par exemple.

3.75 C'est en premier lieu aux concepteurs, propriétaires et opérateurs qu'il revient de promouvoir l'efficacité et de maîtriser les coûts d'un système. Dans certaines juridictions, les régulateurs peuvent être chargés d'examiner les coûts répercutés sur les utilisateurs, surtout lorsque le système bénéficie d'une forme de monopole sur le service qu'il fournit. La législation antitrust et le droit de la concurrence peuvent également avoir un impact sur ces questions. En l'absence de monopole, le jeu du marché est susceptible d'inciter à maîtriser les coûts.

3.76 Les systèmes de règlement peuvent recourir à divers mécanismes pour améliorer l'efficacité. Ainsi, l'immobilisation ou la dématérialisation de certificats permet le règlement de titres sans qu'il soit besoin de les mouvoir physiquement. La gestion dématérialisée accroît l'efficacité, car elle réduit les erreurs manuelles, abaisse les coûts et accélère le traitement grâce à l'automatisation.

3.77 Autres exemples de moyens susceptibles de créer un système offrant un bon rapport coût-efficacité : développer des moyens techniques aptes à répondre aux exigences opérationnelles des utilisateurs, assouplir - si possible par la rationalisation des différents systèmes de titres ou par l'élaboration d'interfaces et de normes de communication cohérentes entre les systèmes - l'obligation faite aux participants de disposer de plusieurs interfaces, ou encore établir des procédures et des normes de communication permettant, partout où c'est nécessaire, le traitement automatisé de bout en bout (STP).

Recommandation 16 : Procédures et normes de communication

Les systèmes de règlement de titres devraient utiliser ou s'adapter aux procédures et normes internationales de communication, afin de faciliter le règlement efficace des transactions transfrontières.

3.78 L'efficacité des transactions domestiques et transfrontières dépend de l'aptitude de tous les participants à communiquer avec rapidité, fiabilité et précision. C'est pourquoi les systèmes de règlement de titres devraient mettre en œuvre des procédures et des normes de communication cohérentes pour les instructions relatives aux titres et aux procédures d'identification des titres et des contreparties.

3.79 Des procédures et normes internationalement reconnues pour la codification des instructions et des titres sont de plus en plus utilisées dans les transactions transfrontières. À l'heure actuelle, il s'agit notamment des normes ISO 6166 (système international de codification) et ISO 15022 (format international des messages). Tous les systèmes de règlement de titres ne souhaitent pas forcément recourir à ces procédures et normes internationales pour les transactions purement domestiques. Cependant, ceux qui souhaitent jouer un rôle actif dans les transactions transfrontières devront être en mesure de traiter les instructions rédigées conformément à ces procédures et normes. On peut y parvenir en concevant des dispositifs de traduction ou de conversion efficaces en équivalents nationaux, et en adaptant les accusés de réception ainsi que les autres instructions et codes d'identification nationaux de titres aux procédures et normes internationales applicables. Autre possibilité : les systèmes de règlement de titres peuvent élargir aux procédures et normes internationalement reconnues l'éventail des instructions acceptées et émises par le système local.

3.80 Les pays qui mettent en place ou réorganisent en profondeur leur infrastructure de règlement de titres devraient réfléchir, dès la phase de conception, aux avantages offerts par l'adoption de procédures et normes internationales.

Recommandation 17 : Transparence

Les DCT et les contreparties centrales devraient donner aux participants des informations suffisantes pour leur permettre d'identifier et d'évaluer avec précision les risques et coûts liés à l'utilisation de leurs services.

3.81 Depuis une dizaine d'années, on reconnaît de plus en plus l'importance de la transparence pour la stabilité et le bon fonctionnement des marchés. En général, l'efficacité des marchés est

maximale lorsque les intervenants ont accès aux informations sur les risques auxquels ils sont exposés, et qu'ils peuvent prendre des dispositions en conséquence pour gérer ces risques. Ainsi, il en résulte un effort concerté pour améliorer l'accessibilité de l'information aux principaux acteurs.

3.82 Le besoin de transparence s'applique aux entités qui constituent l'infrastructure de préréglément, de règlement et de conservation. En effet, lorsqu'ils sont informés, les intervenants sont mieux à même d'évaluer les coûts et risques liés à leur participation au système. Ils peuvent dès lors imposer une discipline rigoureuse et effective aux opérateurs de cette infrastructure, en les encourageant à atteindre des objectifs compatibles avec ceux des propriétaires et utilisateurs, ainsi qu'avec les préoccupations relevant de l'intérêt général. Les DCT et les contreparties centrales devraient donc informer les participants au marché, de manière exhaustive et claire, de leurs droits et obligations, des règles, des dispositifs de régulation et des lois régissant le système, de leurs procédures de gouvernance, de tous les risques encourus par les affiliés ou par l'opérateur, et de toutes les dispositions prises pour maîtriser ces risques. Les participants devraient pouvoir accéder aux informations pertinentes, notamment via Internet. Ces informations devraient être à jour, précises et disponibles sous une forme (langue, par exemple) répondant aux besoins des utilisateurs.

3.83 La mise en œuvre du cadre d'information (*Disclosure Framework*) CSPR/OICV ou bien la réponse aux questions clefs et la diffusion de ces réponses (voir section 5) font partie des moyens permettant de fournir aux intervenants de marché les informations dont ils nécessitent au sujet des risques liés aux services fournis par les DCT ou par les contreparties centrales. Un DCT ou une contrepartie centrale qui rend publiques ses réponses aux questions clefs n'a pas besoin de mettre en œuvre le cadre d'information (*Disclosure Framework*) CSPR/OICV. Les questions clefs portent sur tous les principaux sujets que ce dernier couvre. Quelle que soit l'approche retenue, il est essentiel que les informations soient exhaustives et exactes. Toute évaluation de l'application de cette recommandation devrait comporter un examen de l'exactitude et de l'exhaustivité de tout document rendu public.

Recommandation 18 : Régulation et surveillance

Les systèmes de règlement de titres devraient être soumis à une régulation et à une surveillance transparentes et effectives. Banques centrales et régulateurs des marchés de valeurs mobilières devraient coopérer entre eux et avec les autres autorités concernées.

3.84 Les régulateurs des marchés de valeurs mobilières (y compris dans ce contexte, les organismes de contrôle bancaire exerçant des responsabilités et une régulation analogues vis-à-vis des DCT et des contreparties centrales) et les banques centrales ont pour objectif commun de promouvoir la mise en œuvre de dispositions améliorant la sécurité et l'efficacité des systèmes de règlement de titres. La répartition des responsabilités de régulation et de surveillance entre les autorités publiques diffère d'un pays à l'autre en fonction du cadre juridique et institutionnel.

3.85 Bien que la responsabilité première consistant à veiller au respect des recommandations incombe avant tout aux concepteurs, propriétaires et opérateurs des systèmes de règlement de titres, une régulation, une surveillance, voire les deux, sont nécessaires pour s'assurer que ces trois types d'intervenants mènent à bien leurs missions. Lorsque la banque centrale elle-même est opératrice d'un DCT, elle devrait veiller à ce que son système suive les présentes recommandations.

3.86 Les objectifs et responsabilités, ainsi que les fonctions et les principales orientations du régulateur des marchés de valeurs mobilières et de la banque centrale devraient être clairement définis et rendus publics, de façon à ce que les concepteurs, opérateurs et participants aux systèmes de règlement puissent agir dans un environnement prévisible et de manière compatible avec ces orientations.

3.87 Le régulateur des marchés de valeurs mobilières et la banque centrale devraient disposer de la capacité et des moyens nécessaires pour exercer efficacement leurs fonctions de régulation et de surveillance, deux activités qui devraient reposer sur des bases solides, fondées ou non sur des dispositions légales, en fonction du cadre juridique et institutionnel national. Ils devraient avoir les moyens de mener à bien leurs missions, telles que la collecte d'informations sur les systèmes de

règlement de titres, l'évaluation de la conception et de la gestion de ces systèmes, ainsi que la mise en œuvre de mesures destinées à encourager le respect des recommandations¹⁴.

3.88 La coopération entre le régulateur des marchés de valeurs mobilières et la banque centrale, ainsi qu'entre ces deux intervenants et d'autres autorités concernées, est importante pour la réalisation de leurs objectifs respectifs. Les questions liées au fonctionnement des systèmes transfrontières devraient être traitées de façon à permettre une régulation/surveillance compatible avec les responsabilités de chaque autorité, et de manière à éviter les coûts superflus. Les régulateurs/instances de surveillance peuvent envisager diverses approches, dont : 1) des dispositifs de partage de l'information, 2) la coordination des fonctions de régulation/surveillance pour certains aspects et 3) d'autres formes de coopération¹⁵. L'approche retenue peut dépendre d'éléments tels que la législation et la réglementation en vigueur dans chaque juridiction. L'option 2) pourrait nécessiter un accord de coopération pour la répartition des responsabilités de régulation/surveillance conformément à la recommandation du rapport Lamfalussy de 1990.

Recommandation 19 : Risques associés aux liens transfrontières

Les liens entre DCT pour le règlement d'opérations transfrontières devraient être conçus et gérés de manière à réduire efficacement les risques liés à ces transactions.

3.89 L'annexe 4 décrit les différents circuits d'exécution des transactions transfrontières et les sources de risques y afférents. Le règlement de ces opérations est généralement plus complexe et potentiellement plus risqué que le règlement des transactions domestiques. Les transactions transfrontières sont habituellement réglées par un correspondant local, qui, bien souvent, agit comme sous-conservateur pour le compte d'un conservateur international. Cependant, le DCT peut proposer d'autres dispositifs à ses affiliés en établissant des liens avec d'autres DCT.

3.90 Les DCT peuvent remplir diverses fonctions, notamment : dépôt, crédit, prêts de titres, gestion de sûretés, conservation et règlement. Un lien peut également assurer ces fonctions. Sa configuration dépendra de l'éventail de ces fonctions, mais aussi de la structure des DCT et du cadre juridique de leurs juridictions respectives. Ainsi, pour régler les opérations transfrontières entre leurs membres, l'un des DCT ou les deux peuvent s'affilier au système de l'autre. Ces liens permettent aux participants de l'un ou l'autre DCT de régler les transactions sur titres émanant de nombreuses juridictions, grâce à un point d'entrée unique géré par le DCT national ou par un DCT international. Ils peuvent également faciliter la transmission de données et l'échange d'informations sur les titres détenus. De plus, en élargissant l'éventail des sûretés qui peuvent être déposées sur un compte auprès d'un DCT unique, ils sont susceptibles d'abaisser les coûts supportés par les participants pour satisfaire aux diverses exigences de constitution de sûretés. Enfin, ils peuvent limiter le nombre d'intermédiaires intervenant dans le processus de règlement transfrontière, et donc les risques juridiques, opérationnels et de conservation.

3.91 La conception des liens entre DCT doit néanmoins requérir la plus grande attention, de manière à ce que les risques soient effectivement réduits. Les DCT ayant mis en place un lien et étant établis dans différentes juridictions doivent gérer des aspects juridiques et opérationnels plus complexes que ceux auxquels ils sont confrontés dans le cadre de leurs activités domestiques. Si un lien est mal conçu, le règlement des transactions par ce biais est susceptible de faire courir aux participants des risques nouveaux ou plus importants qu'en cas de règlement par d'autres circuits, tels

¹⁴ L'information du public sur les fonctions et les grandes orientations du régulateur des marchés de valeurs mobilières et de la banque centrale devrait être conforme au *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière* établi par le Fonds monétaire international (FMI, septembre 1999).

¹⁵ Lorsqu'un système de règlement est utilisé dans plusieurs juridictions, il est essentiel que les régulateurs/instances de surveillance se consultent et coopèrent afin d'éviter les doublons (ou des exigences contradictoires), les lacunes dans l'exercice de leurs responsabilités et les coûts superflus. Dans le cadre des exigences de la législation nationale et sous réserve d'un fondement solide pour le partage de l'information, ce processus pourrait inclure une répartition des fonctions de régulation/surveillance de manière à satisfaire aux responsabilités et objectifs de chaque autorité concernée. Voir *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix* (BRI, novembre 1990) (connu sous le nom de rapport Lamfalussy), pages 53-56. Voir également *Principles for the Oversight of Screen-based Trading Systems for Derivative Products - Review and Additions* (Comité technique de l'OICV, octobre 2000).

qu'un conservateur international ou un correspondant local. Les liens peuvent engendrer des risques juridiques liés à la coordination des règles et des lois régissant les systèmes partenaires, notamment les règles relatives à la compensation et au règlement définitif, ainsi qu'à d'éventuels conflits de lois. Ils peuvent aussi comporter des risques opérationnels supplémentaires en cas d'inefficiences opérationnelles. Ces inefficiences peuvent résulter de décalages dans les horaires de fonctionnement des systèmes avec lesquels ils ont un lien, ou de la nécessité de bloquer les titres désignés pour le règlement de transactions par l'intermédiaire d'un lien. Enfin, les liens peuvent créer d'importantes interdépendances en termes de crédit et de liquidité, surtout si l'un des systèmes est confronté à un problème opérationnel, ou autorise des transferts provisoires de fonds ou de titres susceptibles d'être révoqués. Un dysfonctionnement ou une défaillance d'un système peut précipiter les défauts de règlement ou les défaillances dans le système avec lequel un lien est établi, et exposer à des pertes les participants de ce dernier (y compris des participants qui n'ont pas recouru au lien).

3.92 Le DCT devrait évaluer l'intégrité financière et la fiabilité opérationnelle de tout homologue avec lequel il prévoit de constituer un lien. Tout recours au crédit entre DCT devrait être entièrement garanti par des titres, lettres de crédit et autres sûretés de qualité. Le crédit devrait également être limité. Des mécanismes de gestion de la liquidité devraient être mis en œuvre pour parer aux inefficiences de l'exploitation et aux éventuelles défaillances. Nonobstant les problèmes opérationnels et juridiques, la livraison contre paiement devrait être réalisée et, pour éliminer le risque de révocation, les transferts provisoires, ou au moins leur retransfert, devraient être interdits jusqu'à ce que le premier transfert ait acquis un caractère définitif. Les liens entre DCT devraient être conçus de manière à fonctionner conformément aux règles de chaque DCT. En outre, tout contrat passé entre les DCT, et entre ceux-ci et leurs adhérents devra être opposable dans le cadre juridique de chaque juridiction dans laquelle opèrent les DCT ayant établi un lien. Chaque juridiction devrait évaluer dans quelle mesure son cadre juridique permet un bon fonctionnement des liens entre DCT. Dès lors que les deux juridictions concernées autorisent les DCT opérant sur leur territoire à constituer un lien, leur cadre juridique devrait permettre le fonctionnement de ce lien conformément aux présentes recommandations. La législation applicable aux DCT ayant établi un lien, à leurs affiliés et aux divers étapes et mécanismes opérationnels du lien devrait être claire, transparente et protéger les intervenants et leurs clients en cas d'insolvabilité de l'un des DCT concernés ou de l'un de leurs participants directs. Le choix du droit applicable devrait être opposable dans la juridiction de chaque DCT ayant établi un lien, être spécifié à tous les participants et transparent vis-à-vis d'eux. Les questions relatives à la protection des titres des clients devraient également être réglées lors de la conception et de la gestion des liens transfrontières. Il est notamment nécessaire de rapprocher les comptes titres pour déterminer si ceux-ci sont exacts et à jour (voir recommandation 12). Ce rapprochement est particulièrement important lorsque plus de deux DCT sont concernés (c'est-à-dire lorsque la garde des titres est assurée par un DCT ou un conservateur et que le vendeur et l'acheteur participent à deux autres DCT).

4. Mise en œuvre des recommandations

4.1 Les présentes recommandations ne pourront déboucher sur des gains significatifs de sécurité et d'efficacité dans les systèmes de règlement de titres sans un effort concerté de mise en œuvre. C'est en premier lieu aux concepteurs, propriétaires et opérateurs des systèmes de règlement de titres, qui sont le plus souvent des entités privées, qu'il incombe de s'assurer que ces recommandations sont respectées. Néanmoins, au titre de leurs fonctions de régulation et de surveillance, les banques centrales, les régulateurs des marchés de valeurs mobilières et, le cas échéant, les autorités de contrôle bancaire devraient évaluer et encourager l'application de ces recommandations par les systèmes de règlement de titres.

4.2 L'expérience acquise à l'occasion des tentatives d'application d'autres normes internationales montre clairement combien il importe d'établir une méthodologie claire et spécifique afin d'apprécier si les exigences en question sont respectées. La forme idéale est ici celle du questionnaire¹⁶. Le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont demandé au Groupe de travail de mettre au point une méthodologie complète d'évaluation avant fin 2002. Étape importante dans cette direction, la section suivante énonce les questions essentielles ayant trait à chacune de ces recommandations. C'est sur les réponses à ces questions que l'on pourra s'appuyer pour effectuer une évaluation descriptive déterminant si les recommandations relatives aux systèmes de règlement de titres sont appliquées ou non. Compte tenu de la complexité de ces systèmes et de la diversité des architectures institutionnelles, cette évaluation devrait porter sur les aspects matériels ou sur le degré de respect, et non se contenter d'une approche de type « questions à choix multiples ».

4.3 Comme le note la recommandation 18, dans le cadre de leurs responsabilités de surveillance et de régulation, les autorités nationales compétentes devraient évaluer si les marchés relevant de leur juridiction ont mis en œuvre ces recommandations. À partir de leur examen initial, elles devraient établir un plan d'action identifiant quelles mesures spécifiques sont à adopter, par qui et selon quel échéancier. D'autres évaluations devraient avoir lieu ultérieurement, afin de jauger ce qui a été accompli à l'issue de ce plan d'action.

4.4 Après l'achèvement de l'évaluation initiale menée par les autorités nationales compétentes elles-mêmes, le CSPR et le Comité technique de l'OICV estiment utile une appréciation extérieure de l'application des recommandations. Le CSPR considère que la responsabilité première incombe ici aux institutions financières internationales (ou IFI, c'est-à-dire le Fonds Monétaire International et la Banque Mondiale), dans le cadre de leur Programme d'évaluation du secteur financier (PESF). Le Comité technique de l'OICV pense, pour sa part, que c'est avant tout au CSPR et à l'OICV que celle-ci revient, via l'organisation d'examens par les pairs ou, au moins, via la participation d'un représentant du CSPR ou de l'OICV aux évaluations des IFI. Ces questions seront réexaminées par le Groupe de travail, ainsi que par le CSPR et le Comité technique de l'OICV, à l'occasion des travaux sur une méthodologie globale d'évaluation.

¹⁶ Voir FSF, *Issues Paper of the Task Force on Implementation of Standards* (FSF, 2000).

5. Évaluation de l'application : questions clefs

Recommandation 1 : Cadre juridique

Les systèmes de règlement de titres devraient reposer sur une base juridique solide, claire et transparente dans les juridictions concernées.

1. Les lois, la réglementation, les règles et dispositions contractuelles de la juridiction et du système régissant, d'une part, les mécanismes de règlement de titres et, d'autre part, les dispositifs de préréglément et de prêt de titres (y compris les pensions livrées et les autres transactions équivalentes sur le plan économique) sont-elles portées à la connaissance du public, et les participants au système y ont-ils facilement accès ?
2. Le cadre juridique prévoit ou permet-il :
 - a) l'opposabilité des transactions ?
 - b) la protection des actifs des clients (en particulier en cas d'insolvabilité de conservateurs et d'intermédiaires) ?
 - c) l'immobilisation ou la dématérialisation des titres, ainsi que leur transfert par jeu d'écritures comptables ?
 - d) les accords de compensation ?
 - e) le prêt de titres ?
 - f) le caractère définitif du règlement ?
 - g) des mécanismes assurant la livraison contre paiement ?
 - h) des règles traitant des conséquences de la défaillance d'un participant ?
 - i) la liquidation d'actifs mis en nantissement ou transférés en tant que sûretés pour honorer les obligations des participants ?
3. Les règles du système demeurent-elles applicables y compris en cas de faillite d'un participant ?
4. Le régime juridique en vigueur permet-il, dans les contrats entre le(s) opérateur(s) et les participants directs et indirects, un choix approprié des clauses légales assurant un fonctionnement du système de règlement de titres (et des dispositifs qui y sont associés) en cohérence avec les propres règles du système ?
5. Des juridictions autres que celle dans laquelle le système est établi entrent-elles en ligne de compte pour déterminer le caractère adéquat du cadre juridique ? Comment cet aspect est-il déterminé ? Le cadre juridique a-t-il été évalué en prenant en compte les autres juridictions pertinentes ?
6. Un tribunal de votre juridiction a-t-il déjà manqué à faire appliquer un contrat conclu par l'intermédiaire d'un système de règlement de titres ? Si oui, de quel contrat s'agissait-il et quelles étaient les raisons de ce manquement ?

Recommandation 2 : Confirmation des opérations

La confirmation des opérations entre participants directs devrait intervenir dès que possible après l'exécution de la transaction, et en aucun cas après la date de négociation (N+0). Si une confirmation par des participants indirects (investisseurs institutionnels, par exemple) est nécessaire, elle devrait elle aussi avoir lieu dans les meilleurs délais après l'exécution de la transaction, de préférence à N+0, mais pas plus tard que N+1.

1. Les opérations entre participants directs sont-elles confirmées via un système mis en place par une bourse des valeurs, une organisation professionnelle, une contrepartie centrale ou une autre entité centrale ? Comment est organisé le processus de confirmation de ces opérations ?
2. Quel pourcentage des opérations entre participants directs est présenté à un système de confirmation le jour même de la négociation (N+0) ? Sous quels délais après cette présentation les parties concernées sont-elles informées des (éventuels) problèmes ?

3. Existe-t-il un système de confirmation capable de comparer les informations caractérisant les opérations entre participants directs et indirects en N+1 ? Le recours à ce système est-il obligatoire ? Pour quels types de participants indirects ? Le flux d'informations entre participants directs et indirects est-il bilatéral ou bien les deux parties transmettent-elles leurs informations respectives à une entité centrale, qui se charge de l'appariement ou de la comparaison ?

4. Quel est le pourcentage des opérations entre participants indirects confirmées à la date de négociation ? À la date de règlement contractuelle ? Parmi les opérations faisant intervenir des participants indirects pour lesquels une confirmation est nécessaire, quels est le pourcentage des opérations confirmées en N+0, en N+1 et à la date de règlement contractuelle ?

5. Quelles sont les raisons premières des échecs survenant dans la confirmation des opérations entre participants directs et entre participants directs et indirects ? Quel est le pourcentage d'opérations non confirmées qui trouvent une solution avant la date de règlement ? Comment sont traitées les opérations non confirmées ?

6. Comment est organisé l'appariement des instructions de règlement ? Comment cet appariement est-il relié à la confirmation des opérations de marché ?

7. Les systèmes de confirmation des opérations (tant par les participants directs qu'indirects) et d'appariement des instructions de règlement assurent-ils un traitement automatisé de bout en bout (STP) ? Quel est le degré d'utilisation de ces systèmes, et quels types de participants en font usage ?

Recommandation 3 : Cycles de règlement

Le règlement différé devrait être adopté sur tous les marchés de titres. Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard à N+3. Les avantages et les coûts d'un cycle de règlement inférieur à N+3 devraient être évalués.

1. Le règlement des opérations s'effectue-t-il « en différé » ou selon le principe de la « période comptable » ? Dans le premier cas, combien de séances ont lieu entre la date de négociation et le règlement ? Dans le second cas, quelle est la durée de la période comptable ?

2. Si le règlement, effectué selon le principe de la période comptable ou en différé, intervient à N+3 voire davantage, les avantages et les coûts d'un cycle de règlement plus court ont-ils été évalués ? Par qui ? Cette évaluation a-t-elle donné lieu à l'élaboration de rapports ? Quelle en ont été les conclusions ? Celles-ci différaient-elles selon la nature des titres ?

3. Quel est le pourcentage d'opérations (en volume et en valeur) non réglées à la date contractuelle ? Quelle est la durée moyenne des suspens de dénouement (en volume et en valeur) ? Quelles sont les principales raisons de ces échecs ?

4. Les pratiques du marché, la réglementation ou les règles de fonctionnement du système de règlement de titres comportent-ils des éléments incitant les contreparties à régler leurs obligations à la date contractuelle ? Quelles formes prennent ces incitations ? Par exemple, des pénalités sont-elles établies en cas de défaut de règlement ?

5. Quelles mesures, s'il en existe, ont été prises pour diminuer les risques de défaut de dénouement ? Y-a-t-il une obligation d'évaluer les défauts de règlement aux prix du marché ? Y-a-t-il une obligation de liquider les positions ouvertes aux prix du marché si l'incapacité de règlement dépasse un nombre donné de séances ? Quelle(s) entité(s) établi(ssen)t, surveille(nt) et applique(nt) ces exigences ?

Recommandation 4 : Contreparties centrales

Les avantages et les coûts d'une contrepartie centrale devraient être évalués. Sur les marchés où un tel mécanisme est introduit, la contrepartie centrale devrait rigoureusement contrôler les risques dont elle prend la charge.

1. Un mécanisme de contrepartie centrale (ou d'indemnisation) a-t-il été introduit ? Si oui, quels types de titres et de participants couvre-t-il ? Quand la contrepartie centrale s'interpose-t-elle entre ses participants pour assurer la garantie de bonne fin de chaque opération ?

2. Si un tel mécanisme n'a pas été introduit, les avantages et les coûts éventuels de ce mécanisme ont-ils été évalués ? Par qui ? Cette évaluation a-t-elle donné lieu à l'élaboration de rapports ? Quelles en ont été les conclusions ?
3. La contrepartie centrale impose-t-elle des critères d'adhésion financiers et opérationnels à ses (futurs) participants ?
4. Comment la contrepartie centrale gère-t-elle son risque de crédit vis-à-vis des participants ? Demande-t-elle à ceux-ci de constituer des sûretés pour couvrir leurs expositions ? Avec quelle périodicité ces exigences sont-elles recalculées et les sûretés collectées ?
5. Quelles sont les ressources financières de la contrepartie centrale ? De quelle manière détermine-t-elle si ses ressources financières sont appropriées et suffisamment liquides ? Demande-t-elle aux participants de contribuer à un fonds de compensation ou de garantie ? La contrepartie centrale a-t-elle des intérêts patrimoniaux ou des droits de créances légalement exécutoires sur les actifs de ce fonds ? Dispose-t-elle de règles transparentes et exécutoires de répartition des pertes ?
6. Comment la contrepartie centrale gère-t-elle son risque de liquidité ? A-t-elle mis en place des accords lui permettant d'obtenir des liquidités contre des sûretés ?
7. Un participant a-t-il déjà fait défaut ? Si oui, comment la contrepartie centrale a-t-elle géré cette défaillance ? Au cours de l'année passée, la contrepartie centrale a-t-elle fait l'expérience d'une défaillance opérationnelle ayant engendré un retard dans l'exécution du règlement ?

Recommandation 5 : Prêt de titres

Le prêt et l'emprunt de titres (ou les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques) devraient être encouragées en tant que méthode pour accélérer le règlement des opérations sur valeurs mobilières. Les obstacles qui s'opposent à l'utilisation du prêt de titres à cette fin devraient être levés.

1. Existe-t-il des marchés de prêts de titres (ou les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques) ? Si oui, quel est leur niveau d'activité ? Quelle est le degré de diversité des titres et des participants sur ces marchés ?
2. Les marchés de prêts de titres (ou les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques) reposent-ils sur des bases légales, réglementaires, fiscales et comptables claires ?
3. Comment le transfert d'un titre prêté est-il réalisé ? Cette opération passe-t-elle généralement par des comptes ouverts auprès d'un dépositaire central de titres (DCT), ou par des comptes ouverts chez des conservateurs ?
4. Quelle est la norme pour le règlement d'une opération de prêt de titres (N+0, N+1, etc.) ? Le DCT ou la contrepartie centrale facilitent-ils le prêt de titres ? Si oui, proposent-ils l'un des services suivants : 1) une intervention en tant que contrepartie ou en tant qu'agent opérationnel dans la procédure de prêt de titres ; 2) des services de comparaison ou d'appariement des opérations pour les prêts de titre ; 3) l'apport de garanties de bonne fin ou l'indemnisation des contreparties dans les opérations de prêt de titres ?
5. Quelles sont les procédures de gestion du risque en vigueur pour contrôler et/ou limiter les risques provenant de l'activité de prêt de titres (livraison contre paiement, valorisation aux prix du marché des titres et des sûretés, appels de marge quotidiens ou surveillance des contreparties, par exemple) ?

Recommandation 6 : Dépositaires centraux de titres (DCT)

Les titres devraient le plus largement possible être immobilisés ou dématérialisés et transférés par passation d'écritures sur les livres des DCT.

1. Les titres sont-ils émis sous forme dématérialisée ou de certificats physiques ? Dans le second cas, sont-ils immobilisés auprès d'un DCT afin d'en faciliter le règlement ? Quel pourcentage de titres émis sur le marché intérieur sont, respectivement, immobilisés ou dématérialisés, et quelle

est la tendance ? Le transfert des titres est-il réalisé par passation d'écritures comptables ou nécessite-t-il une forme quelconque de livraison physique ?

2. Quelles sont les lois qui régissent l'émission, la conservation et le transfert des titres par jeu d'écritures comptables ? Les propriétaires de titres détiennent-ils un intérêt patrimonial direct sur des valeurs mobilières distinctement identifiables ou un droit de créance sur un ensemble de valeurs fongibles ? Quelle est la nature des droits de propriété conférés par l'inscription en compte sur les livres du DCT ? Existe-t-il un registre sous-jacent et, si oui, quelle est la valeur juridique d'une écriture sur ce registre ? Y-a-t-il un décalage entre le règlement et l'enregistrement, et quelles en sont les implications sur le caractère définitif du règlement ? Le transfert de titres auprès d'un DCT qui ne serait pas en charge de la tenue officielle du registre des émissions entraîne-t-il automatiquement un transfert sur le registre officiel ?

3. L'émission des titres est-elle centralisée sur les livres d'un DCT unique ? S'il existe plusieurs DCT, quels sont les critères déterminant la répartition des émissions de titres entre les différents DCT ? Un titre pourrait-il être émis ou détenu sur les comptes de plus d'un DCT ?

4. Comment le DCT s'assure-t-il que le montant des titres figurant sur les comptes que les participants détiennent sur ses livres est à tout moment égal au montant total des titres immobilisés ou dématérialisés dans son système ?

Recommandation 7 : Livraison contre paiement (LCP)

Les DCT devraient éliminer le risque en principal en reliant les transferts de titres aux règlements espèces d'une manière qui permette la livraison contre paiement.

1. Le cadre technique, juridique et contractuel assure-t-il que la livraison des titres n'a lieu que si et seulement si le paiement est reçu ? Si oui, comment ? Quelle est la proportion des opérations réglées selon le principe de la livraison contre paiement ?

2. Sur quel « modèle » la livraison contre paiement est-elle organisée ? Les transferts de titres sont-ils réglés sur une base brute ou sur une base nette ? Les règlements espèces sont-ils réglés sur une base brute ou sur une base nette ?

3. Le DCT a-t-il établi un lien avec d'autres DCT dans une même juridiction ? Un des liens existants permet-il la livraison des titres contre paiement ? Si oui, comment le règlement-livraison est-il assuré ? Existe-t-il d'autres liens avec des DCT établis dans d'autres juridictions ? Ces liens permettent-ils la livraison des titres contre paiement ? Si oui, comment le règlement-livraison fonctionne-t-il ? Sinon, quels mécanismes alternatifs sont mis en place ?

4. Comment les expositions au risque en principal entre les participants directs au système de règlement de titres et leurs clients sont-elles contrôlées ?

Recommandation 8 : Moment du règlement définitif

Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard en fin de journée. Si nécessaire, un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel devrait être prévu afin de réduire les risques.

1. Le DCT permet-il le règlement définitif des transferts de titres selon le principe de la livraison contre paiement avant la fin de la journée de règlement ? Le moment du règlement définitif est-il clairement défini pour les transactions internes au DCT et pour celles passant par un lien avec un autre DCT ?

2. Le DCT autorise-t-il le règlement définitif selon le principe de la livraison contre paiement au fil de l'eau tout au long de la journée ou à l'occasion de vacations horaires précises au cours de la journée ? Dans le second cas, à quel moment les transferts acquièrent-ils leur caractère définitif ?

3. Un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel est-il nécessaire pour réduire les risques ? Les banques centrales utilisent-elles les systèmes de règlement de titres dans leurs opérations de politique monétaire ou pour constituer des sûretés couvrant les crédits intrajournaliers accordés dans un système de paiement ? Les contreparties centrales ou les participants de marché les plus actifs ont-ils besoin d'un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel pour gérer efficacement leurs risques ? Un règlement définitif intrajournalier ou en temps réel s'impose-t-il pour faciliter le règlement par l'intermédiaire de liens avec d'autres DCT ?

4. Le DCT reçoit-il des transferts provisoires de titres d'autres DCT ? Si oui, interdit-il de retransférer ces titres jusqu'à ce qu'ils acquièrent leur caractère définitif ? Si ce n'est pas le cas, quelles seraient les conséquences, pour les participants au DCT, d'une révocation de ces transferts provisoires ?

Recommandation 9 : Instauration par le DCT de mesures de contrôle des risques de défaut de règlement des participants

Les DCT qui accordent des crédits intrajournaliers aux participants, y compris ceux qui gèrent des systèmes à règlement net, devraient instaurer des contrôles des risques qui assurent, au minimum, le règlement en temps requis dans le cas où le participant présentant la plus importante obligation de paiement serait dans l'incapacité de s'exécuter. Les mesures de contrôles les plus fiables associent des exigences de constitution de sûretés et des limites.

1. Le DCT accorde-t-il des crédits intrajournaliers aux participants ? Si oui, est-ce de manière explicite (dans un système à règlement brut, en général) ou implicite (dans un système à règlement net) ?

2. Dans un système à règlement net, le défaut de règlement d'un participant provoquerait-il d'une part la révocation des transferts impliquant ce dernier et d'autre part le calcul des nouvelles obligations des membres non défaillants ? Faudrait-il révoquer l'ensemble des transferts impliquant la partie défaillante ? À quel moment les autres participants seraient-ils informés du montant révisé de leurs nouvelles obligations ? Quand seraient-ils tenus de les exécuter ?

3. Quelles sont les mesures de contrôle des risques mises en place pour limiter la probabilité des défauts de règlement, ainsi que les pertes et les problèmes de liquidité qui en résulteraient ?

4. Le DCT assure-t-il que le règlement définitif peut être effectué à temps au cas où le participant présentant l'obligation de règlement la plus élevée serait dans l'incapacité de s'exécuter ? Si oui, comment ?

5. L'exposition du DCT au risque de crédit est-elle entièrement couverte par des sûretés ? Si ce n'est pas le cas, dans quelle mesure et à quels participants le DCT accorde-t-il des crédits non couverts par des sûretés ? Le DCT dispose-t-il des moyens nécessaires pour valoriser (à la valeur du marché) les titres fournis comme sûretés et pour appliquer des décotes ? Le DCT plafonne-t-il les crédits qu'il accorde ?

6. Le DCT autorise-t-il les soldes débiteurs sur titres ?

7. Un participant a-t-il déjà été dans l'incapacité de s'acquitter de ses obligations vis-à-vis du DCT ? Comment ce dernier a-t-il remédié à cette défaillance ?

Recommandation 10 : Actifs de règlement

Les actifs destinés au règlement des obligations ultimes de paiement découlant des transactions sur titres devraient comporter un risque de crédit ou de liquidité faible ou nul. Si la monnaie de banque centrale n'est pas utilisée, des dispositions doivent être prises pour prémunir les membres du DCT contre les pertes et problèmes de liquidité pouvant résulter de la défaillance de l'agent de règlement dont les actifs sont utilisés.

1. Comment la partie espèces des transferts de titres est-elle réglée ? Est-elle réglée par des passations d'écritures sur les livres d'une banque centrale, par un DCT ayant le statut de banque spécialisée, ou par une ou plusieurs institutions financières ?

2. S'il est fait appel à une seule banque, est-ce la banque centrale qui émet la monnaie de compte ? Le DCT lui-même a-t-il le statut de banque spécialisée ? Si la monnaie banque centrale n'est pas utilisée, quelles dispositions sont prises pour protéger les membres du DCT contre l'éventuelle défaillance de l'institution de règlement ?

3. S'il est en principe possible de faire appel à plusieurs institutions de règlement, combien sont sollicitées dans la pratique ? Qui détermine celles pouvant servir d'institutions de règlement ? Selon quels critères ? Quel est le degré de concentration des flux de paiement ? Quelle est l'institution la plus utilisée par les membres du DCT ? Sur une journée type, quel est le pourcentage des

paiements crédités sur les livres de cette institution ? Quelle est la situation financière de cette dernière (ratios de fonds propres et qualité du crédit, notamment) ?

4. Avec quelle rapidité les membres du DCT peuvent-ils retransférer le produit du règlement ?
5. Si plusieurs institutions de règlement sont utilisées, les obligations résultant entre ces entités sont-elles réglées via un système de paiement conforme aux *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* ?
6. Dans le cas d'un système multidevises, comment sont effectués les transferts de fonds non domestiques ?

Recommandation 11 : Fiabilité opérationnelle

Les sources de risque opérationnel au niveau des processus de prérèglement et de règlement devraient être identifiées et réduites au minimum par la mise en place de systèmes, de procédures et de contrôles adaptés. Les systèmes devraient être fiables, sûrs et avoir une capacité d'évolution adéquate. Des plans d'urgence et des dispositifs de secours devraient être mis en place afin d'assurer une reprise des opérations et l'achèvement du processus de règlement en temps requis.

1. L'opérateur du système dispose-t-il d'un processus d'identification et de gestion de ses risques opérationnels ?
2. L'opérateur du système dispose-t-il de dispositifs et de procédures de contrôle interne, notamment des mesures de sécurité, conçues pour limiter le risque opérationnel ? Comment leur mise en œuvre est-elle assurée ?
3. En cas de défaillance de dispositifs clés, l'opérateur du système dispose-t-il de plans et de dispositifs de secours ; donnent-ils lieu à des exercices/à des tests ? Combien de temps faut-il aux systèmes de secours pour permettre la reprise des opérations ? Les procédures permettent-elles la sauvegarde de toutes les données relatives aux transactions ? Comment l'opérateur du système assure-t-il l'intégrité des messages ?
4. Combien y a-t-il eu, au cours de l'année précédente, de défaillances d'un dispositif essentiel ? Combien de temps a-t-il fallu aux dispositifs de secours pour reprendre le traitement ? Combien de données relatives aux transactions ont-elles éventuellement été perdues ?
5. L'opérateur du système dispose-t-il de plans de capacité pour les dispositifs essentiels et ceux-ci sont-ils périodiquement testés sous contrainte ?
6. Les points ci-dessus sont-ils examinés et validés régulièrement par la direction générale, y compris par des personnes qui ne sont pas chargées des opérations concernées ? Des audits externes des TI (technologies de l'information) sont-ils menés périodiquement ? Existe-t-il une fonction d'audit interne indépendante et, si oui, vérifie-t-elle les dispositifs de contrôle du risque opérationnel ?
7. Le système impose-t-il aux tiers des normes opérationnelles ou de fonctionnement minimales (par exemple aux fournisseurs de services ou d'équipements de communication) ? Si l'opérateur du système a externalisé ses activités opérationnelles, quelles dispositions sont prises pour que ces opérations externalisées respectent les mêmes normes que si elles avaient été directement effectuées en interne ?

Recommandation 12 : Protection des titres des clients

Les entités assurant la conservation de titres devraient mettre en œuvre des pratiques comptables et des procédures de conservation qui assurent la protection complète des titres de leurs clients. Il est essentiel que ces titres soient protégés contre les réclamations émanant de créanciers d'un conservateur.

1. Quelles sont les dispositions prises pour protéger les titres des clients contre le vol, la perte ou l'utilisation abusive, et pour assurer que ces titres ne puissent faire l'objet de revendications de la part des créanciers du conservateur (par exemple, pratique de la ségrégation des titres) ? Ces dispositions reposent-elles sur une législation et une réglementation particulière ? En cas d'insolvabilité du conservateur, permettent-elles à l'administrateur judiciaire de transférer les positions du client à un intermédiaire solvable ?

2. Les conservateurs sont-ils obligatoirement soumis à un audit interne ou externe, ou aux deux, de manière à déterminer s'il existe un volume de titres suffisant pour faire face aux créances des clients ? Combien de fois au cours de l'année précédente les investisseurs ont-ils essuyé des pertes imputables à leurs conservateurs de titres ? Quelle a été l'ampleur de ces pertes ? Quelles en ont été les causes ?
3. À quelle fréquence les conservateurs réconcilient-ils leurs comptes ?
4. Les conservateurs sont-ils soumis à supervision prudentielle ou à régulation ? Les procédures et contrôles internes mis en œuvre pour la conservation de titres sont-ils soumis à des audits ou à des enquêtes du régulateur ?
5. Quelles sont les responsabilités assignées à un conservateur par la loi ou la réglementation nationale pour déterminer le bien-fondé des pratiques comptables et de conservation auxquelles recourent les sous-conservateurs ? Quelles sont les responsabilités assignées à un DCT par la loi ou la réglementation nationale pour déterminer le bien-fondé des pratiques comptables et de garde auxquelles recourent les DCT ou les dépositaires internationaux de titres (DIT) avec lesquels ils ont établi des liens ?

Recommandation 13 : Gouvernance

La structure de gouvernance des DCT et des contreparties centrales devrait être conçue de manière à satisfaire à l'intérêt général, et à promouvoir les objectifs des propriétaires et utilisateurs de ces entités.

1. Comment la composition du conseil d'administration est-elle déterminée ? Quelles sont les mesures prises pour veiller à ce que les membres de cet organe disposent des compétences nécessaires et représentent ou prennent en compte, dans leurs délibérations, les différents intérêts des actionnaires et des utilisateurs, ainsi que l'intérêt général ?
2. Quelles sont les mesures prises pour veiller à ce que la direction dispose des incitations et des compétences nécessaires pour atteindre les objectifs du système et rendre compte de ses activités ?
3. L'intérêt général, les objectifs financiers et les autres objectifs concernant le système sont-ils clairement définis ? Quels sont-ils ? Ces objectifs reflètent-ils les besoins des utilisateurs ainsi que des propriétaires des systèmes ? Comment l'intérêt général est-il pris en considération ?
4. L'intérêt général, les objectifs financiers et les autres objectifs concernant le système sont-ils rendus publics ? Comment les principales décisions sont-elles annoncées aux propriétaires des systèmes et aux utilisateurs ? Quelles informations ayant trait au système, à son régime de propriété, à la structure de son conseil d'administration et de sa direction, au processus de désignation des membres du conseil, à la prise des grandes décisions et à l'obligation faite à la direction de rendre compte de ses activités, sont rendues publiques ?

Recommandation 14 : Accès

Les DCT et les contreparties centrales devraient disposer de critères de participation objectifs et publics permettant un accès équitable et non discriminatoire.

1. Quelles sont les règles déterminant qui peut avoir accès au système ? Ces règles sont-elles clairement indiquées à tous les candidats potentiels ? Des restrictions d'accès peuvent-elles être justifiées par la nécessité de limiter les risques pour l'opérateur du système ou pour d'autres utilisateurs ?
2. Les mêmes règles sont-elles appliquées quelles que soient l'identité, la nature et le lieu d'implantation du candidat ? Si ce n'est pas le cas, quelles sont les variantes mises en œuvre et pourquoi le sont-elles ?
3. Quelles sont les mesures prises pour confirmer qu'un candidat satisfait aux règles d'accès ? Initialement ? Comment le suivi en est-il assuré postérieurement ?
4. Dans quelles conditions les participants peuvent-ils cesser d'être membres ? De quels mécanismes le système dispose-t-il pour assurer l'exclusion d'affiliés qui ne satisfont plus aux critères

de participation ? Dans quel délai ce départ pourrait-il avoir lieu ? Comment le système veillerait-il à ce que toute exclusion se fasse de manière aussi ordonnée que possible ?

5. Les participants qui ne satisfont pas aux règles d'accès peuvent-ils néanmoins accéder indirectement au système ? Quelles informations l'opérateur du système reçoit-il concernant les activités de ces participants et les contrôles des risques qui leur sont appliqués ?

Recommandation 15 : Efficience

Tout en garantissant la sûreté et la sécurité des opérations, les systèmes de règlement de titres devraient répondre de manière économique aux exigences des utilisateurs.

1. Le système a-t-il une capacité suffisante pour répondre aux besoins opérationnels et traiter les volumes de pointe prévus, sans pour autant être inutilement en surcapacité de traitement ? L'opérateur du système a-t-il mis en place des procédures pour réévaluer périodiquement son niveau de capacités à la lumière des projections d'évolution de la demande ?

2. L'opérateur du système a-t-il mis en place des procédures pour référencer ses coûts et charges en comparaison de ceux d'autres systèmes et, si c'est le cas, ces coûts sont-ils supérieurs ou inférieurs à ceux de systèmes comparables ? A-t-il établi des procédures pour réexaminer périodiquement ses niveaux de prix par rapport à ses coûts opérationnels ?

3. Le système procure-t-il aux participants les mécanismes et les informations leur permettant de gérer efficacement leur liquidité ?

4. L'opérateur du système a-t-il mis en place des procédures (par exemple, enquêtes menées régulièrement auprès des utilisateurs et/ou référencement de ses niveaux de services en comparaison de ceux de systèmes analogues) pour déterminer si les participants sont satisfaits des niveaux de services obtenus ?

5. L'opérateur du système a-t-il mis en place des procédures afin d'examiner les questions relatives aux interfaces du système et aux interfaces techniques, et d'évaluer le coût des différentes configurations du système pour les utilisateurs ?

Recommandation 16 : Procédures et normes de communication

Les systèmes de règlement de titres devraient utiliser ou s'adapter aux procédures et normes internationales de communication, afin de faciliter le règlement efficace des transactions transfrontières.

1. Le système de règlement de titres recourt-il à des procédures ou à des normes de communication internationales, ou est-il en mesure de convertir les procédures et normes nationales en équivalents internationaux ?

Recommandation 17 : Transparence

Les DCT et les contreparties centrales devraient donner aux participants des informations suffisantes pour leur permettre d'identifier et d'évaluer avec précision les risques et coûts liés à l'utilisation de leurs services.

1. Les entités qui fournissent l'infrastructure de préréglément, de règlement et de conservation informent-elles clairement les intervenants du marché sur leurs règles, la régulation, le droit applicable, les procédures de gouvernance, les risques, les mesures prises pour les maîtriser, ainsi que les droits et obligations des participants ?

2. Comment cette information est-elle accessible ? Dans quelle(s) langue(s) ? Sous quelle forme ? Est-elle accessible sur Internet ? Le système a-t-il rempli le questionnaire décrit dans le cadre d'information (*Disclosure Framework*) CSPR/OICV ? Les autorités de régulation et de surveillance ont-elles rendu publiques leurs réponses aux questions clés portant sur la mise en œuvre des présentes recommandations ?

3. Quelles mesures sont prises pour assurer l'exhaustivité et l'exactitude des informations publiques ? Des examens périodiques sont-ils effectués pour veiller à ce que ces informations soient à jour ?

Recommandation 18 : Régulation et surveillance

Les systèmes de règlement de titres devraient être soumis à une régulation et à une surveillance transparentes et effectives. Banques centrales et régulateurs des marchés de valeurs mobilières devraient coopérer entre eux et avec les autres autorités concernées.

1. Comment le système est-il régulé/surveillé ?
2. Les objectifs et responsabilités du régulateur des marchés de valeurs mobilières, de la banque centrale et, le cas échéant, de l'autorité de contrôle bancaire sont-ils clairement définis en ce qui concerne les systèmes de règlement de titres ? Leurs fonctions et leurs principales orientations sont-elles rendues publiques ? Sont-elles formulées en des termes simples, de manière à être pleinement comprises par les concepteurs, opérateurs et participants des systèmes de règlement, ainsi que par les autres parties concernées ?
3. Quel est le fondement du cadre de régulation et de surveillance ? Sur des dispositions légales assignant les tâches, responsabilités et pouvoirs à des organismes publics spécifiques ? Ou sur des bases extra-juridiques ? Dans le second cas, devrait-on envisager d'établir un nouveau cadre de régulation et de surveillance fondées sur des dispositions légales ? Le régulateur des marchés de valeurs mobilières et la banque centrale disposent-ils d'un personnel expérimenté, de moyens et d'un financement appropriés pour mener à bien leurs fonctions de régulation et de surveillance ?
4. Les autorités ont-elles évalué le degré de conformité des systèmes de règlement de titres aux recommandations ? Cette évaluation a-t-elle donné lieu à l'élaboration de rapports ? Quelles en ont été les conclusions ?
5. Existe-t-il un cadre de coopération entre le régulateur des marchés de valeurs mobilières et la banque centrale, par exemple pour l'échange d'informations et d'avis sur les systèmes de règlement de titres ? Existe-t-il aussi un cadre de coopération comparable avec d'autres autorités nationales et internationales concernées ?

Recommandation 19 : Risques associés aux liens transfrontières

Les liens entre DCT pour le règlement d'opérations transfrontières devraient être conçus et gérés de manière à réduire efficacement les risques liés à ces transactions.

1. Un DCT relevant de votre juridiction a-t-il constitué un lien avec un ou plusieurs DCT étrangers ? Quelles fonctions les DCT exercent-ils en rapport avec la gestion de ce lien ?
2. Une analyse des risques liés à la conception du lien a-t-elle été réalisée ?
3. Comment la conception du lien satisfait-elle à chacune des recommandations ? Comment répond-elle aux exigences portant sur les systèmes, sur leur capacité et sur d'autres aspects opérationnels ?
4. Les règles et procédures de chaque DCT concerné par un lien sont-elles rendues publiques et mises à la disposition des participants au système et du public en général ?
5. Veuillez indiquer les caractéristiques structurelles ou les autres mécanismes, grâce auxquels la gestion du lien permet de réduire ou d'éliminer les risques de crédit et de liquidité associés aux règlements transfrontières identifiés dans les présentes recommandations.
6. Comment les éventuelles interdépendances en termes de crédit et de liquidité entre les DCT concernés par un lien sont-elles traitées ?
7. Le lien autorise-t-il les transferts provisoires de titres ? Si c'est le cas, le retransfert de ces titres est-il interdit tant que le premier transfert n'a pas acquis son caractère définitif ?
8. Chaque instance de régulation locale concernée a-t-elle évalué et analysé le régime juridique du lien ? Existe-t-il un cadre pour la coopération entre les autorités locales concernées ?

Quelles sont les mesures prises pour assurer l'opposabilité des règles applicables au lien et le règlement définitif des transactions dans chaque juridiction concernée par ce lien ?

9. Les cadres juridiques respectifs des DCT concernés par un lien assurent-ils l'opposabilité de la structure de ce lien ?

Annexe 1
Membres du Groupe de travail CSPR-OICV
sur les systèmes de règlement de titres

Coprésidents

| | |
|---|---------------------------------------|
| Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale | Patrick Parkinson |
| Australian Securities and Investments Commission | Shane Tregillis |
| Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Italie | Giovanni Sabatini (jusqu'en mai 2001) |

Membres

| | |
|---|---|
| Banque Nationale de Belgique | Johan Pissens |
| Comissão de Valores Mobiliários, Brésil | Fabio Menkes Elizabeth Garbayo (jusqu'en janvier 2001) |
| Banque populaire de Chine | Li Yongqing |
| Banque Nationale Tchèque | Tomáš Hládek |
| Banque centrale européenne | Daniela Russo |
| Commission des opérations de Bourse, France | Bénédicte Doumayrou |
| Banque de France | Yvon Lucas |
| Deutsche Bundesbank | Roland Neuschwander |
| Securities and Futures Commission, Hong-Kong | Gerald Greiner |
| Banque de Réserve d'Inde | Usha Thorat |
| Securities and Exchange Board of India | Pratip Kar |
| Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Italie | Salvatore Lo Giudice |
| Banque du Japon | Shuhei Aoki |
| Financial Services Agency, Japon | Kotaro Nagasaki |
| Securities Commission, Malaysia | Ranjit Ajit Singh |
| Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Mexique | Paola Bortoluz |
| Banque du Mexique | Francisco Solis |
| Securities Board of the Netherlands | Henk Bruggeman Hans Wolters (jusqu'en mai 2001) |
| Agence monétaire d'Arabie Saoudite | Abdullah Al Suweilmy |
| Comisión Nacional del Mercado de Valores, Espagne | José Manuel Portero Bujalance |
| Bank of England | John Trundle Alastair Wilson (jusqu'en janvier 2001) |
| US Securities and Exchange Commission | Larry Bergmann |
| US Commodity Futures Trading Commission | Andrea Corcoran |

Conseil des gouverneurs du Système de
Réserve fédérale
Banque de Réserve fédérale de New York

Patricia White
Lawrence Radecki

Secrétariat

Banque des Règlements Internationaux

Tomoyuki Shimoda
Masayuki Mizuno (jusqu'en janvier 2001)

Des contributions notables ont également été apportées par Benoît Bourtembourg (Banque Nationale de Belgique), Stella Leung (Securities and Futures Commission, Hong-Kong), Shri Venkatappa (Banque de Réserve d'Inde), Tetsuya Sakamoto (Banque du Japon), Shareena Mohd Sheriff (Securities Commission, Malaysia), Jeffrey Mooney, Jennifer Lucier (US Securities and Exchange Commission) et Terry Hart (US Commodity Futures Trading Commission).

Annexe 2

Le processus de prérèglement et de règlement

1. Le processus de règlement d'une transaction sur titres comporte plusieurs phases essentielles : **confirmation** des conditions par les participants directs ; calcul (**prérèglement**) des obligations des contreparties résultant du processus de confirmation ; transfert définitif des titres (**livraison**) en échange du transfert définitif des fonds (**paiement**) afin de **régler** les obligations. Chacune de ces phases peut s'effectuer en principe d'une ou plusieurs façons. En outre, d'autres activités importantes peuvent avoir lieu dans le cadre ou en plus de chacune d'elles : confirmation des détails de la transaction entre participants directs et participants indirects (investisseurs institutionnels et investisseurs étrangers ou leurs agents), communication des instructions de règlement aux dépositaires centraux de titres et aux **conservateurs**, auxquels de nombreux investisseurs recourent pour **garder** leurs titres, et **enregistrement** de la propriété des actions.

Confirmation de la transaction et instructions de règlement

2. Après l'exécution de la transaction, la première étape consiste à vérifier que les contreparties (acheteur et vendeur) sont d'accord sur les conditions, à savoir titre concerné, prix, montant à échanger, date de règlement et contrepartie. Cette confirmation peut s'effectuer de diverses manières et le mécanisme de négociation lui-même en détermine souvent les modalités. Ainsi, un système de négociation électronique produit automatiquement une transaction confirmée entre les deux contreparties ; d'autres le sont par des marchés organisés, des organismes de compensation, des associations professionnelles, etc., sur la base des données qui leur sont notifiées par les contreparties. Sur les marchés de gré à gré, les contreparties doivent se soumettre mutuellement les conditions de la transaction pour les faire vérifier par un mécanisme, que ce soit par télécopie, message SWIFT, voire par un service électronique spécialisé de messagerie et d'appariement. Pendant ce processus, les postmarchés des contreparties directes à la transaction communiquent également des instructions de règlement, que les dépositaires centraux exigent généralement d'être concordantes avant d'effectuer tout règlement.

3. Comme les contreparties aux transactions agissent souvent pour le compte de tiers, un à-côté important du processus de confirmation réside dans la transmission des informations à ces investisseurs finals. Pour que le règlement puisse s'effectuer, les investisseurs doivent confirmer les détails de la transaction et communiquer des instructions pour les positions adéquates des fonds et des titres. Il est certain que les contreparties à la transaction sont généralement responsables de son exécution, que les investisseurs pour qui elles agissent conviennent ou non qu'elles ont exécuté correctement leurs instructions. Toutefois, le processus par lequel les participants directs confirment les détails des transactions (souvent appelé validation) et communiquent les instructions de règlement à leurs conservateurs est important, parce qu'il fournit rapidement une indication des transactions qui peuvent donner lieu à une livraison problématique. Actuellement, le processus par lequel les participants indirects **confirment** les transactions et donnent des instructions de règlement peut être complexe, s'il faut, par exemple, transmettre des informations au participant direct sur la répartition des transactions entre les divers comptes du participant indirect. Les opérations transfrontières sont souvent rendues plus complexes en raison des multiples intermédiaires et conservateurs. Des efforts sont mis en œuvre pour simplifier et automatiser ce processus, afin de réduire les coûts et d'améliorer l'efficacité du processus de compensation et de règlement. Des formes d'automatisation, appelées parfois traitement automatisé de bout en bout, se concentrent sur les systèmes en développement pour lesquels les données ne doivent être entrées qu'une seule fois.

Prérèglement

4. Une fois les transactions confirmées, l'étape suivante est le prérèglement, qui consiste à calculer les obligations des contreparties (livraisons ou paiements) à la date de règlement. Il y a généralement deux façons de faire. De nombreux systèmes calculent les obligations pour chaque transaction, le prérèglement s'effectuant alors sur une base **brute** ou transaction par transaction ; dans d'autres, les obligations font l'objet d'une **compensation**. Dans certains marchés, une contrepartie centrale s'interpose entre les contreparties à une opération sur titres, assumant l'obligation de chaque partie à l'égard de l'autre. En réalisant la compensation des obligations sous-jacentes, le recours à une contrepartie centrale atténue le risque de crédit (à la fois risque de coût de

remplacement et risque en principal) et le risque de liquidité pour les contreparties à la transaction. Les accords de compensation sont de plus en plus fréquents sur les marchés des titres traitant de gros volumes, car une compensation bien conçue permet des réductions très importantes des expositions brutes. Les accords de compensation de transactions ou d'obligations sont à dissocier des accords de règlement ou de compensation de paiement, dans lesquels les obligations sous-jacentes ne sont pas éteintes mais où les instructions de transfert de fonds ou de titres sont réglées sur une base nette.

Règlement

5. Le règlement d'une opération sur titres implique le transfert définitif des titres du vendeur à l'acheteur et le transfert définitif des fonds de l'acheteur au vendeur. Dans le passé, les transferts de titres se traduisaient par des mouvements physiques de certificats. Ces dernières années, cependant, les titres sont de plus en plus immobilisés auprès d'un **dépositaire central de titres** (DCT) ou sont détenus par le DCT sous une forme dématérialisée. L'immobilisation ou la dématérialisation permet d'opérer des transferts de titres par inscription comptable sur les livres du DCT. Un DCT peut également offrir des comptes espèces et permettre des transferts de fonds sur ses propres livres comme moyens de paiement des titres. Il est également possible que ces transferts de fonds s'effectuent sur les livres d'un autre établissement, tel qu'une banque centrale ou une banque commerciale.

6. Si de nombreux DCT s'occupent des titres pour un seul marché interne, d'autres servent de multiples marchés. Cette fonction s'effectue parfois par des liens entre DCT internes (chacun d'eux ouvrant un compte auprès de l'autre et agissant comme conservateur pour leurs membres respectifs) ; dans certains cas, des DCT ont fusionné. Des **dépositaires internationaux de titres** (DIT) ont également été institués pour offrir des services de conservation, de compensation et de règlement pour une large gamme de titres de dette et de propriété émanant de plusieurs marchés. Les DIT assurent leurs services par des liens directs ou indirects (par le biais d'un conservateur local) avec les DCT internes.

7. Le traitement des ordres de transfert par un système de transfert de titres et un système de transfert de fonds comporte souvent diverses phases, au cours desquelles les droits et obligations de l'acheteur et du vendeur sont sensiblement différents. Ainsi, des débits ou crédits peuvent souvent avoir été opérés mais le transfert est provisoire, et une ou plusieurs parties conservent, selon la loi ou par convention, la faculté de l'invalider. Si le transfert peut être invalidé par le donneur d'ordres, il est dit révoquant. Même si l'ordre est irrévocable, si une partie telle que l'opérateur système ou un liquidateur peut invalider le transfert, il est considéré comme provisoire. Au moment où il devient définitif, c'est-à-dire irrévocable et inconditionnel, l'obligation est éteinte. Le transfert définitif d'un titre par le vendeur à l'acheteur constitue **livraison** et le transfert définitif de fonds par l'acheteur au vendeur constitue **paiement**. Lorsque livraison et paiement ont eu lieu, le processus de règlement est achevé.

8. De nombreux systèmes de règlement disposent de **registres** correspondants où la propriété des titres figure dans les livres de l'émetteur. Les responsables des registres aident généralement les émetteurs en communiquant aux détenteurs de titres les informations sur les initiatives des entreprises, les dividendes, etc. Dans certains marchés, les titres peuvent être enregistrés sous le nom d'un courtier ou d'un conservateur plutôt que sous celui de l'investisseur final. De tels dispositifs sont souvent appelés systèmes de détention indirects. Dans d'autres marchés, le propriétaire apparent ou définitif figure dans les livres officiels de l'émetteur, qui peuvent être ceux du DCT, d'un agent de transfert ou de l'émetteur lui-même : on parle alors parfois de systèmes de détention directs. L'efficacité du système d'enregistrement comporte des implications pour le processus de règlement, car elle détermine la facilité et la rapidité avec lesquelles un plein droit de propriété sur des titres peut être transféré. Un tel droit ne peut être obtenu tant que la propriété n'est pas inscrite dans un registre, de sorte que le caractère définitif du processus de règlement ne peut intervenir tant que l'enregistrement n'est pas terminé.

Garde ou conservation

9. La **garde** des titres constitue un aspect constant du processus de règlement des titres après le règlement définitif d'une transaction. Si les titres sont généralement détenus auprès d'un DCT, un grand nombre de détenteurs finals n'en sont pas membres directs. Les investisseurs préfèrent établir des relations de **conservation** avec des dépositaires, qui fournissent des services de garde et

d'administration liés à la détention et au transfert des titres. Les conservateurs détiennent des relevés des portefeuilles-titres au nom des investisseurs, par exemple, et suivent la réception des dividendes et des paiements d'intérêts ainsi que des initiatives des entreprises (rachats d'actions, fusions et acquisitions, etc.). Du fait de l'expansion des placements transfrontières, beaucoup d'investisseurs ont centralisé la garde de leurs titres auprès d'un conservateur mondial unique. Celui-ci est habituellement membre de nombreux dépositaires dans le monde ; lorsqu'il n'est pas membre direct, il établit une relation de sous-conservateur avec un tel membre.

Annexe 3

Risques relatifs aux systèmes de compensation et de règlement de titres

1. Les membres d'un système de règlement de titres encourent divers risques qu'ils doivent identifier et comprendre pour pouvoir les contrôler efficacement. Un participant peut ne pas régler ses obligations (risque de crédit) ou s'exécuter avec retard (risque de liquidité). Si le règlement monétaire transite par une banque commerciale, la défaillance de celle-ci pourrait engendrer des risques de crédit et de liquidité pour le système. D'autres risques peuvent être associés aux tiers chargés de la garde et de l'administration des titres (risque de conservation), à l'insuffisance des systèmes d'information ou des contrôles internes (risque opérationnel) ou au manque de bases juridiques sûres pour les règles et procédures du système de règlement (risque juridique). Si la défaillance d'un participant empêche les autres de s'acquitter de leurs obligations, le système de règlement pourrait constituer une source d'instabilité pour les marchés financiers en général (risque systémique).

Risque de crédit

2. Le risque de crédit est lié au défaut d'un participant, habituellement pour cause d'insolvabilité. Il est utile de le subdiviser en deux composantes. Le risque de prérèglement, parfois appelé risque de coût de remplacement, découle de la perte de gains non matérialisés sur les contrats non réglés avec le participant défaillant. Le risque de règlement, aussi dénommé risque en principal, correspond à la perte des titres livrés ou des paiements effectués au participant défaillant avant connaissance de son défaut ; il comporte également le risque de liquidité à la date de règlement (voir ci-après).

3. Le risque de perte des gains non matérialisés se définit comme la composante coût de remplacement du risque de crédit. Toute non-exécution, par une partie à une transaction, obligera la contrepartie solvable à remplacer la transaction initiale, au prix courant du marché. De ce fait, cette contrepartie perdra les gains acquis entre la conclusion de cette transaction et le défaut. Le gain non matérialisé se détermine en comparant le prix du marché du titre au moment du défaut avec le prix contractuel ; une perte est subie par le vendeur si le prix du marché est inférieur et par l'acheteur s'il est supérieur. L'évolution future des prix n'étant pas connue au moment de la transaction, les deux parties encourent donc un risque de coût de remplacement, dont l'ampleur dépend de la volatilité du prix du titre et du temps écoulé entre les dates de transaction et de règlement. Ce risque peut être atténué en réduisant le temps écoulé entre l'exécution de la transaction et son règlement ou par des mécanismes de compensation légalement valides.

4. Une autre forme de risque de crédit a trait aux contrats dont le règlement est programmé à une date à laquelle une contrepartie fait défaut. La partie non défaillante est exposée à un risque en principal - risque que le vendeur d'un titre le livre sans en recevoir paiement ou que l'acheteur effectue le paiement sans obtenir livraison. Dans l'un et l'autre cas, le risque porte sur le montant total de la transaction, d'où le terme risque en principal. Ainsi, l'acheteur comme le vendeur y sont exposés. Il est possible d'éliminer le risque en principal grâce au mécanisme de livraison contre paiement (ou règlement-livraison). Celui-ci associe système de transfert de fonds (paiement) et système de transfert de titres (livraison), afin de subordonner la livraison au paiement. Une contrepartie centrale s'interpose parfois pour atténuer le risque en principal. Celui-ci s'apparente au risque de règlement multidevises (risque Herstatt) présent dans les opérations de change. Le risque en principal revêt une importance particulière parce qu'il porte sur l'intégralité de la valeur des titres transférés et, en cas de défaut, peut entraîner des pertes de crédit si lourdes qu'elles seraient de nature à déclencher des difficultés systémiques.

Risque de liquidité

5. Le risque de liquidité est double : le vendeur d'un titre ne recevant pas les fonds à échéance peut être contraint d'emprunter ou de réaliser des actifs pour effectuer d'autres paiements ; l'acheteur n'obtenant pas le titre à échéance peut être obligé de l'emprunter afin de respecter sa propre obligation de livraison. Les deux parties à la transaction sur titres sont donc exposées au risque de

liquidité à la date de règlement. Les coûts en résultant dépendent du degré de liquidité des marchés sur lesquels la partie affectée doit se reporter : plus il est élevé, moins l'ajustement sera coûteux.

6. Une pénurie de liquidités est de nature à engendrer des problèmes systémiques, surtout si elle se produit à un moment où les prix des titres varient rapidement et où le non-respect des obligations à échéance par une partie fait davantage redouter son insolvabilité. En l'absence d'un lien étroit entre livraison et paiement, des répercussions systémiques sur la liquidité sont alors tout à fait vraisemblables, car la crainte de perdre la valeur intégrale de leurs titres ou fonds pourrait dissuader certains participants de s'acquitter de leurs obligations de livraison et de paiement, ce qui pourrait empêcher les autres de s'exécuter à leur tour.

Risque de défaillance de la banque de règlement

7. Outre les risques associés aux contreparties, les participants à un système de règlement de titres sont exposés à une défaillance éventuelle de la banque fournissant des comptes de trésorerie pour régler les obligations de paiement des membres du DCT. Un tel incident pourrait perturber le règlement et entraîner, pour ses membres, de lourdes pertes et de fortes tensions sur la liquidité. Les conséquences pour les participants peuvent être particulièrement graves s'ils sont tous tenus de faire appel à la même banque de règlement. Dans ce cas, celle-ci est habituellement la banque centrale émettant la monnaie de compte ou une institution créée spécialement à cet effet, dotée de solides dispositifs de contrôle des risques et bénéficiant d'un accès à d'importantes ressources financières. À défaut, ce risque peut être contrôlé et diversifié en permettant aux membres du DCT de choisir parmi plusieurs banques de règlement privées qui effectuent alors le règlement entre elles, par l'intermédiaire d'un agent de règlement (banque centrale ou institution spécialisée).

Risque de conservation

8. La garde et l'administration de titres et d'autres instruments financiers par des tiers présentent certains risques. Les utilisateurs des services de conservation sont exposés au risque de perte des titres quand le détenteur (conservateur ou sous-conservateur) devient insolvable, fait preuve de négligence ou commet un acte frauduleux. Même lorsqu'il n'y a aucune perte de valeur des titres, la capacité des participants à transférer les titres pourrait être temporairement compromise. Le risque de conservation concerne surtout les participants indirects aux systèmes de règlement dont les titres sont détenus par des participants directs, mais il existe aussi au sein des DCT.

Risque opérationnel

9. Il s'agit du risque de pertes inattendues par suite de dysfonctionnements des systèmes ou des contrôles, d'erreurs humaines ou de gestion. Il peut nuire à l'efficacité des techniques de gestion des risques dans le système de règlement, notamment en compromettant la capacité du système à effectuer le règlement. Cela peut créer une pénurie de liquidités pour lui-même ou ses participants, ou réduire son aptitude à surveiller et gérer son exposition au risque de crédit. Les principales défaillances opérationnelles sont les suivantes : erreurs ou retards de traitement, pannes des systèmes, insuffisance des capacités et fraude du personnel.

Risque juridique

10. Il s'agit du risque qu'une partie subisse une perte parce que le droit ou la réglementation ne cadre pas avec les dispositions du système de règlement de titres, l'exécution des accords de règlement correspondants ou les droits de propriété et autres droits conférés par le système de règlement. Il est également présent si l'application du droit et de la réglementation n'est pas claire ; tel est le cas, par exemple, lorsque l'application inattendue d'un régime juridique rend les contrats illicites ou non exécutoires. Il englobe aussi le risque de perte résultant d'un retard dans le recouvrement des fonds ou titres ou d'une ordonnance de blocage des positions. Dans un contexte transfrontière, les transactions, comportements et relations relèvent, ou sont susceptibles de relever, du droit de plus d'une juridiction. Les contreparties peuvent ainsi subir une perte due à l'application, par le tribunal d'une juridiction concernée, d'une législation différente de celle qu'elles avaient escomptée, voire

acceptée contractuellement. Le risque juridique aggrave donc les autres risques (de marché, de crédit ou de liquidité) liés à une exécution incomplète des transactions.

Risque systémique

11. Il s'agit du risque que l'incapacité d'un établissement à remplir ses obligations à échéance entraîne l'impossibilité, pour d'autres établissements, de s'acquitter de leurs propres obligations à échéance. Le fait que les problèmes de liquidité et de crédit découlant de ces défauts d'exécution puissent perturber les marchés financiers et compromettre le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement suscite des préoccupations particulières. Les systèmes de règlement de titres peuvent engendrer, pour leurs participants, des risques notables, surtout de crédit et de liquidité. Les systèmes de paiement et de compensation d'autres instruments financiers sont parfois tributaires au plus haut degré des systèmes de règlement de titres, car ils utilisent des titres comme sûretés dans leurs procédures internes de gestion des risques. La liquidité des marchés de titres dépend de la confiance portée à la sécurité et à la fiabilité des systèmes de règlement, parce que les opérateurs seront réticents à conclure une transaction s'ils ont des doutes quant à son exécution. Il importe donc que les risques relatifs aux systèmes de règlement de titres soient gérés correctement afin d'éviter qu'ils constituent une source de perturbations systémiques pour les marchés des titres eux-mêmes ainsi que pour les autres systèmes de paiement et de règlement.

Annexe 4

Règlement des transactions transfrontières : circuits et sources de risques

1. Le règlement d'une transaction transfrontière a lieu dans un pays autre que celui où réside l'une au moins des parties. Souvent, il s'effectue dans le pays d'émission du titre, mais il y a des exceptions. Ainsi, de larges volumes d'opérations sur euro-obligations et titres d'État européens sont actuellement réglés en Belgique ou au Luxembourg via les dépositaires internationaux de titres (DIT) : Euroclear et Clearstream. L'intégration internationale des systèmes de règlement de titres pourrait accroître le volume des règlements hors du pays d'émission.

Circuits de règlement

2. On distingue cinq grands circuits de règlement des transactions transfrontières, en fonction du mode d'accès de la contrepartie non résidente au système de règlement du pays d'émission du titre¹⁷. Ils ne s'excluent pas mutuellement. Les opérateurs les plus actifs peuvent avoir simultanément recours à plusieurs circuits, selon les titres et contreparties.

3. *Participation directe.* Dans ce circuit, la contrepartie non résidente accède directement au système de règlement du pays d'émission du titre en qualité de membre du dépositaire central de titres (DCT) concerné. Cette solution n'est pas toujours possible, car certains systèmes refusent les non-résidents, tout en admettant parfois leurs succursales ou filiales locales.

4. *Correspondant local.* Il est fréquent de recourir à un correspondant ou conservateur dans le pays d'émission du titre, qui est un membre direct du DCT. Celui-ci offre des services de règlement et prestations connexes : services bancaires (transfert de fonds, autorisation de découvert, change ainsi que prêt et emprunt de titres), assortis de services de conservation (garde des titres, collecte des intérêts et dividendes et suivi des initiatives de l'émetteur). La nature des services retenus est déterminée par contrat.

5. *Conservateur international.* Ce circuit permet d'accéder à des services de règlement et de conservation sur de nombreux marchés, grâce à un réseau de sous-conservateurs (succursales du conservateur et correspondants locaux). La contrepartie non résidente peut ainsi, par l'intermédiaire d'un canal unique, donner des instructions de règlement et être informée sur les marchés locaux. Le conservateur international offre aussi des services de comptabilité et de crédit (notamment opérations multidevises et gestion de trésorerie). Certains assurent en outre la conversion journalière, dans la monnaie du client, de toutes les entrées et sorties en devises.

6. *Dépositaire international de titres.* Les DIT, Euroclear et Clearstream, ont été créés à l'origine pour fournir des services de règlement et de conservation pour les euro-obligations. Leurs prestations se sont étoffées et portent désormais sur une vaste gamme de titres et devises. Le règlement peut avoir lieu de diverses façons. Les DIT ont établi des liens avec de nombreux DCT, qui leur permettent de régler sur le marché local les transactions entre leurs participants et les contreparties. Ils disposent parfois de correspondants locaux qui effectuent le règlement pour le compte de leurs membres. Dans le cas d'une transaction entre deux de leurs participants, les DIT peuvent procéder au règlement en interne (sur leurs livres) ou par le biais d'une passerelle entre les deux systèmes. Si une très grande partie des opérations peuvent être réglées sur leurs livres, c'est parce que les DIT disposent d'une masse critique de participants réguliers.

7. *DCT-DCT.* Les liens DCT-DCT constituent également un circuit de règlement transfrontière. Ils peuvent se présenter sous plusieurs formes, réciproques (les membres d'un système peuvent régler des opérations dans l'autre) ou unilatérales. Un DCT participe parfois à un autre DCT en qualité de membre. Dans certains cas, cette formule n'admet que les transferts franco de paiement.

¹⁷ CSPR, *Règlements transfrontières sur titres* (Bâle, BRI, 1995), décrit plus en détail ces circuits de règlement des transactions transfrontières.

Risques relatifs aux règlements transfrontières

8. Les règlements transfrontières entraînent parfois des opérations de change, qui engendrent des risques de coût de remplacement et de liquidité. Néanmoins, ils présentent souvent les mêmes risques que les règlements domestiques, avec des caractéristiques qui peuvent cependant être modifiées, dans certains cas, par les circuits à travers lesquels ils s'opèrent. Ainsi, le recours plus répandu aux conservateurs (correspondants locaux, conservateurs internationaux, DCT et DIT) et la multiplicité des régimes juridiques amplifient le risque de conservation et le risque juridique. Les règlements transfrontières ont lieu plus fréquemment hors du DCT du pays d'émission du titre et sont donc, de ce fait, soumis à des règles distinctes, impliquant des risques différents pour les contreparties. Enfin, ils sont parfois effectués par des liens entre dispositifs, qui peuvent exposer les membres d'un système donné aux faiblesses des procédures de gestion des risques d'un autre.

9. *Risque de conservation.* Lorsque les participants détiennent des titres indirectement, ils s'exposent au risque de conservation ; celui-ci est présent dans les règlements domestiques, mais le recours aux conservateurs est beaucoup plus fréquent dans les règlements transfrontières, d'où un risque de conservation plus important. Plusieurs circuits de règlement des transactions transfrontières (correspondants locaux, conservateurs internationaux, DIT et liens DCT-DCT) font intervenir un conservateur, voire aussi des sous-conservateurs. La chaîne de dépôts, dans le cas des sous-conservateurs, non seulement accroît le risque de conservation, mais rend aussi son ampleur plus difficile à évaluer.

10. *Risque juridique.* Les aspects juridiques les plus importants dans les règlements transfrontières (absents des règlements domestiques) concernent le droit applicable et le conflit de lois. La question qui se pose est celle de la détermination du droit régissant la relation entre les parties à une transaction sur titres. Par définition, les règlements transfrontières font intervenir une multiplicité de législations, ce qui complique l'analyse du risque juridique. En outre, de nouveaux risques peuvent résulter du fait que les opérateurs déterminent le droit gouvernant le système et les relations entre ses participants, d'autant plus que leurs choix peuvent être invalidés par les tribunaux des juridictions concernées.

11. *Règlements à l'extérieur du DCT local.* Lorsque les contreparties ont recours au même conservateur, il est possible de régler leurs transactions sur ses livres plutôt que sur ceux du DCT du pays d'émission. C'est aussi le cas, dans le règlement des transactions domestiques, quand une banque locale intervient en qualité de conservateur pour un grand nombre de participants réguliers, mais la pratique est peut-être plus courante dans le cadre des transactions transfrontières. Les DIT traitent ainsi un large volume de façon interne, par simple jeu d'écritures. De même, les liens DCT-DCT visent notamment à permettre au DCT non local de régler en interne des transactions entre ses membres sur des titres étrangers. Or, lorsqu'un intermédiaire autre que le DCT du pays d'émission effectue le règlement, ce sont ses règles qui prévalent, et elles diffèrent parfois de celles du DCT local. Par conséquent, les risques peuvent varier, eux aussi.

12. *Règlements intersystèmes.* Effectués par le biais de liens entre systèmes de règlement de titres (DCT-DCT et DCT-DIT), ces règlements présentent fréquemment des inefficiences dues à l'indispensable échange d'informations permettant de déterminer si les deux contreparties disposent des titres et des fonds (ou de l'accès au crédit) nécessaires pour finaliser le règlement. Des difficultés d'ordre opérationnel peuvent survenir si les heures de fonctionnement et les fuseaux horaires ne coïncident pas. Souvent, les contreparties sont contraintes de présenter les titres ou fonds à l'avance ou de les emprunter pour assurer leur capacité à régler en temps requis, de sorte que leurs besoins de liquidités s'en trouvent accrus.

13. Des problèmes particuliers peuvent surgir si un au moins des systèmes de règlement de titres effectue des transferts provisoires qui ne deviennent définitifs qu'au moment du règlement monétaire, plus tard dans la journée. Lorsqu'un tel système autorise la livraison à un tiers d'un titre reçu avant même son règlement monétaire définitif, une révocation du transfert provisoire pourrait entraîner d'autres révocations et pertes internes. Pour les agents participant par l'intermédiaire d'un lien, les répercussions dépendront de la façon dont les pertes sont réparties par le système qui reçoit le transfert provisoire.

14. Même si elles ne sont pas exposées à des révocations de transferts provisoires, les liens créent des dépendances d'ordre opérationnel entre les systèmes. Un dysfonctionnement dans l'un peut entraîner des problèmes de livraison de nature à affecter l'exécution du règlement définitif dans l'autre. Des dépendances en termes de crédit et de liquidités apparaissent aussi lorsqu'un système met à la disposition d'un autre un compte de trésorerie. Le système utilisant un tel compte encourt un

risque de crédit et de liquidité sur le solde du compte, de même que celui qui le fournit, s'il admet des découverts ou des positions débitrices.

Annexe 5

Glossaire

| | |
|---|--|
| accord de compensation des marges (<i>cross-margining agreement</i>) | Accord passé entre deux contreparties centrales pour traiter les positions et les sûretés sous-jacentes auprès de leurs organisations respectives comme un portefeuille pour leurs participants communs. Les positions détenues sur des comptes à marges compensées sont soumises à des exigences de sûreté moins élevées parce que celles que détient l'une compensent partiellement l'exposition en regard des positions correspondantes auprès de l'autre. En cas de défaillance d'un participant doté d'un tel compte, une contrepartie centrale peut utiliser les positions et la sûreté auprès de son homologue pour couvrir les pertes. |
| agent de règlement (<i>cash settlement agent, settlement agent</i>) | Entité dont les actifs servent à régler les obligations de paiement finales résultant de transferts de titres au sein du DCT. Les comptes auprès de l'agent de règlement sont tenus par des banques de règlement qui agissent en leur nom propre et peuvent aussi offrir des services de paiement aux participants dépourvus de tels comptes. |
| banque de règlement (<i>settlement bank</i>) | Entité qui gère les comptes avec l'agent de règlement afin de régler les obligations de paiement résultant des transferts de titres, pour son compte propre et celui des autres participants. |
| certificat (<i>certificate</i>) | Document représentatif de la propriété, et des engagements de l'émetteur, d'un titre ou instrument financier. |
| compensation (<i>netting</i>) | Accord entre des contreparties ou des participants à un système consistant à ramener à un solde unique leurs obligations mutuelles, notamment dans le cas d'obligations commerciales, par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale par exemple, et d'accords visant à régler, sur une base nette, des instructions de transfert de titres ou de fonds. |
| confirmation (<i>confirmation</i>) | Procédure consistant à vérifier les conditions d'une transaction soit directement par les intervenants, soit par une entité centrale (généralement le marché). Lorsque les participants directs exécutent des transactions pour le compte de participants indirects, la confirmation intervient souvent à deux niveaux distincts : vérification (généralement appelée confirmation) des conditions entre les participants directs et vérification (parfois appelée affirmation) des conditions prévues entre chaque participant direct et le participant indirect pour le compte duquel il opère. |
| conflit de lois (<i>conflict of laws</i>) | Incompatibilité ou différence entre les lois de juridictions ayant un intérêt potentiel dans une transaction. Les règles de conflit de lois de chaque juridiction précisent les critères déterminant alors la loi applicable. |
| conservateur (<i>custodian</i>) | Agent - établissement bancaire, en général - qui garde des titres pour le compte de sa clientèle et peut offrir divers autres services tels que dénouement et règlement de transactions, gestion de trésorerie, opérations sur devises et transferts temporaires de titres. |
| conservateur international (<i>global custodian</i>) | Agent qui offre à sa clientèle des services de conservation pour des titres échangés et réglés non seulement dans le pays où il est établi mais dans de nombreux autres également. |
| conservation (<i>custody</i>) | Garde et administration de titres et d'autres instruments financiers pour le compte de tiers. |
| contrepartie (<i>counterparty</i>) | Partie à une transaction. |

| | |
|--|---|
| contrepartie centrale (<i>central counterparty</i>) | Entité qui s'interpose entre les contreparties aux transactions, intervenant en qualité d'acheteur vis-à-vis de chaque vendeur et vice-versa. |
| convention cadre (<i>master agreement</i>) | Convention qui énonce les conditions standard applicables à la totalité ou à une catégorie définie des transactions que les parties sont susceptibles de réaliser de temps à autre, y compris les conditions de la compensation avec déchéance du terme. |
| correspondant local (<i>local agent</i>) | Conservateur qui offre aux non-résidents (parties à des négociations ou intermédiaires de règlement) des services de conservation pour les titres échangés et réglés dans le pays où il est établi. |
| date de règlement (<i>settlement date</i>) | Date à laquelle les parties à une opération sur titres conviennent que le règlement sera effectué. |
| délai de règlement (<i>settlement interval</i>) | Temps qui sépare la négociation (N) de la transaction du règlement (R). Il est généralement mesuré par rapport à N ; par exemple, si trois jours ouvrables sont nécessaires, le délai de règlement est N+3. |
| dématérialisation (<i>dematerialisation</i>) | Élimination du support physique ou document représentatif d'un droit de propriété sur des titres, ceux-ci n'existant plus alors que sous forme d'écritures comptables. |
| dépositaire central de titres (DCT) (<i>central securities depository (CSD)</i>) | Établissement assurant la détention de titres qui permet l'exécution des transactions par jeu d'écritures. Les titres papier peuvent être conservés physiquement par le dépositaire ou être dématérialisés (n'existant alors que sous forme d'enregistrements électroniques). |
| dépositaire international de titres (DIT) (<i>international central securities depository (ICSD)</i>) | Dépositaire de titres effectuant le règlement de titres internationaux et de divers titres domestiques, généralement grâce à des liens directs ou indirects (via des correspondants locaux) avec les dépositaires nationaux. |
| droit applicable (<i>choice of law</i>) | Disposition contractuelle par laquelle les parties choisissent le droit qui régira leur contrat ou relation. Se rapporte aussi parfois à la détermination du droit prévalant en cas de conflit de lois. Voir conflit de lois. |
| émetteur (<i>issuer</i>) | Partie tenue à une obligation liée à l'émission d'un titre ou autre instrument financier. |
| enregistrement (<i>registration</i>) | Inscription de la propriété des titres dans les livres de l'émetteur. Cette tâche est souvent exécutée par le responsable titres concerné. |
| évaluation aux prix de marché (<i>marking to market</i>) | Pratique de réévaluation des titres et instruments financiers sur la base des prix courants de marché obligeant la contrepartie à transférer des espèces ou des titres à sa contrepartie pour un montant égal à la valeur de la perte non matérialisée. |
| fonds valeur jour (<i>same day funds</i>) | Solde de compte que le détenteur a le droit de transférer ou de retirer le jour même de sa réception. |
| immobilisation (<i>immobilisation</i>) | Placement de certificats pour des titres et instruments financiers auprès d'un dépositaire central, afin que les transferts ultérieurs puissent être effectués sous forme dématérialisée, autrement dit par débit et crédit des comptes des titulaires auprès du DCT. |
| livraison (<i>delivery</i>) | Transfert définitif d'un titre ou autre instrument financier. |
| livraison contre paiement ou règlement-livraison (<i>delivery versus payment</i>) | Lien entre des transferts de titres et des transferts de fonds permettant de s'assurer que la livraison d'un actif ne s'effectue que si le paiement est réalisé et vice-versa. |
| mandataire (<i>nominee</i>) | Personne physique ou morale désignée par une autre pour agir en son nom. Cette technique est couramment utilisée, dans une transaction sur titres, pour obtenir l'enregistrement et l'établissement de la propriété légitime d'un instrument. |

| | |
|---|--|
| marge (<i>margin</i>) | Désigne généralement une sûreté constituée en garantie d'une obligation (effective ou potentielle) ; sur les marchés des titres, sûreté remise par un client à un courtier pour garantir un prêt destiné à acheter des actions ; dans les organisations dotées d'une contrepartie centrale, désigne parfois une sûreté constituée pour garantir l'exécution d'une obligation ou couvrir l'incidence de l'évolution potentielle du marché sur des transactions non réglées. |
| opération adossée (<i>back-to-back transaction</i>) | Double opération nécessitant qu'une partie reçoive et retransfère les mêmes titres le même jour. Il peut s'agir d'achats et ventes secs ou de transactions assorties de sûretés (pensions ou prêts de titres). Par exemple, un teneur de marché peut acquérir et céder les mêmes titres à la même date de règlement pour le compte de sa clientèle ou acheter des titres pour renforcer son portefeuille et financer sa position en les mettant en pension. |
| opération non dénouée (<i>failed transaction</i>) | Opération sur titres qui n'est pas réglée à la date contractuelle de règlement. |
| participant direct (<i>direct market participant</i>) | Négociateur courtier ou membre d'un marché organisé qui exécute directement un ordre. |
| participant indirect (<i>indirect market participant</i>) | Participant qui fait appel à un intermédiaire pour l'exécution de transactions en son nom. Investisseurs institutionnels et clients transfrontières sont généralement des participants indirects. |
| pension livrée (<i>repurchase agreement</i>) | Opération par laquelle une partie cède en pleine propriété à l'autre des titres, moyennant un prix et une date convenus. |
| prérèglement (<i>clearance</i>) | Le terme a deux significations sur les marchés des titres : 1) processus de calcul des obligations mutuelles des intervenants, habituellement sur une base nette, pour l'échange de titres et d'espèces ; 2) processus de transfert de titres à la date de règlement (« liquidation ») ; l'expression « système de compensation » est parfois utilisée dans ce sens pour désigner un système de règlement de titres. |
| propriété apparente (<i>beneficial ownership/interest</i>) | Notion spécifique au droit anglais liée à celle de propriété « en titre » et différente de celle de bénéficiaire légitime. Permet de bénéficier de tout ou partie des droits liés à la détention d'un titre ou instrument financier (par exemple, revenu, droit de vote, pouvoir d'effectuer un transfert). |
| règlement (<i>settlement</i>) | Exécution d'une transaction avec transfert définitif de titres et de fonds entre l'acheteur et le vendeur. |
| règlement brut en temps réel (<i>real-time gross settlement</i>) | Règlement en continu des ordres de transfert de fonds ou de titres au cas par cas, dès réception. |
| règlement définitif (<i>final settlement</i>) | Extinction d'une obligation par transfert irrévocable et inconditionnel de fonds et de titres. |
| règlement différé (<i>rolling settlement</i>) | Procédure prévoyant que le règlement intervient un certain nombre de jours ouvrables après la date de la transaction. Elle s'oppose à la méthode de la période comptable, où le règlement des transactions a lieu toujours le même jour (de la semaine ou du mois par exemple), pour l'ensemble des transactions survenues pendant cette période. |
| règlement intersystème (<i>cross-system settlement</i>) | Règlement d'une transaction effectué par lien entre deux systèmes de règlement de titres. |
| règlement transfrontière (<i>cross-border settlement</i>) | Règlement s'effectuant dans un pays autre que celui où réside l'une ou les deux parties. |

| | |
|---|---|
| révocation (<i>unwind</i>) | Procédure suivie dans certains systèmes de compensation et de règlement dans lesquels les transferts de titres ou d'espèces sont effectués sur une base nette à la fin du cycle de traitement et dont tous les ordres sont conditionnels jusqu'à ce que les participants se soient acquittés de leurs obligations de règlement. Si un participant n'est pas en mesure de régler, les transferts conditionnels concernant ce participant sont partiellement ou totalement retirés du système et les obligations de règlement découlant des participants restants sont recalculées. |
| risque de conservation (<i>custody risk</i>) | Risque de pertes sur des titres en garde (conservation) imputables au conservateur pour des raisons diverses : insolvabilité, négligence, usage abusif d'actifs, fraude, mauvaise administration ou mauvaise tenue des registres. |
| risque de crédit (<i>credit risk</i>) | Risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas intégralement d'une obligation à la date d'échéance ou ultérieurement ; inclut généralement le risque de coût de remplacement et le risque en principal ainsi que le risque de faillite d'une banque de règlement. |
| risque de liquidité (<i>liquidity risk</i>) | Risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas intégralement d'une obligation à la date d'échéance, mais à une date ultérieure non précisée. |
| risque de prérèglement (<i>pre-settlement risk</i>) | Risque qu'une contrepartie à une transaction dont l'exécution est prévue à une date ultérieure fasse défaut avant le règlement définitif. L'exposition qui en résulte (appelée aussi risque de coût de remplacement) correspond au coût de remplacement de la transaction initiale sur la base des prix courants du marché. |
| risque de règlement (<i>settlement risk</i>) | Terme générique utilisé pour définir le risque que le règlement dans un système d'échange ne s'effectue pas comme prévu. Ce risque peut englober à la fois le risque de crédit et le risque de liquidité. |
| risque en principal (<i>principal risk</i>) | Risque que le vendeur d'un titre le livre sans en recevoir le paiement ou que l'acheteur effectue le paiement sans qu'il lui soit livré. Le risque porte alors sur la valeur globale du principal des titres ou espèces transférés. |
| risque juridique (<i>legal risk</i>) | Risque qu'une partie subisse une perte parce que le droit ou la réglementation ne cadre pas avec les dispositions du système de règlement de titres, l'exécution des accords de règlement correspondants ou les droits de propriété ou autres droits conférés par le système de règlement. Le risque juridique apparaît également si l'application du droit et de la réglementation n'est pas claire. |
| risque opérationnel (<i>operational risk</i>) | Risque de pertes inattendues par suite de dysfonctionnements des systèmes informatiques ou des contrôles internes, d'erreurs humaines ou de gestion. |
| risque systémique (<i>systemic risk</i>) | Risque que l'incapacité d'un établissement à remplir ses obligations à échéance entraîne l'impossibilité, pour d'autres établissements, de s'acquitter de leurs propres obligations à échéance. Une telle défaillance peut entraîner d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et menacer ainsi la stabilité des marchés financiers ou la confiance qu'ils inspirent. |
| ségrégation (<i>segregation</i>) | Méthode qui protège les actifs et positions des clients, en les détenant et en les désignant distinctement de ceux du courtier. |
| sous-conservateur (<i>subcustodian</i>) | Conservateur qui détient des titres pour le compte d'un autre conservateur. Un conservateur international, par exemple, peut détenir des titres par le biais d'un autre conservateur (appelé sous-conservateur) sur un marché local. |

| | |
|---|--|
| sûreté, garantie (<i>collateral</i>) | Actif ou engagement d'un tiers remis en garantie de l'exécution d'une obligation. |
| surveillance (<i>oversight</i>) | Dans le cadre des politiques officielles, activité visant essentiellement à promouvoir la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et de règlement de titres et, surtout, à réduire le risque systémique. |
| SWIFT (<i>SWIFT</i>) | Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications : système de transferts monétaires internationaux qui offre un service de messagerie sûr pour les communications interbancaires. Les marchés des changes, monétaires et des titres y font intensivement appel pour les messages de confirmation et de paiement. |
| système à règlement brut (<i>gross settlement system</i>) | Système de transfert dans lequel le règlement des instructions de transfert de fonds ou de titres intervient individuellement (instruction par instruction). |
| système à règlement net (<i>net settlement system</i>) | Système de règlement dans lequel le règlement définitif des instructions de transfert intervient sur une base nette, le jour de traitement, à un ou plusieurs moments distincts fixés à l'avance. |
| système de détention directe (<i>direct holding system</i>) | Système de détention de titres dans lequel le propriétaire effectif : i) apparaît comme propriétaire légitime sur le(s) registre(s) officiel(s) de l'émetteur (et, s'ils doivent faire l'objet d'un certificat, les titres sont émis au nom du propriétaire) ou ii) est en possession des titres émis au porteur. L'émetteur, le DCT, les participants au DCT et les requérants tiers sont tenus de reconnaître les droits du propriétaire, sur la base du registre ou de la possession du titre. |
| système de détention indirecte (<i>indirect holding system</i>) | Système de détention de titres dans lequel : i) un mandataire apparaît comme le propriétaire légitime sur le registre officiel de l'émetteur et le propriétaire effectif (ou l'intermédiaire par lequel ce dernier détient le titre) comme le propriétaire des titres sur les registres du mandataire ou ii) les titres au porteur sont déposés auprès d'un intermédiaire qui gère un compte reflétant les droits du propriétaire effectif sur ce titre. Les droits du propriétaire effectif sont transférés par écritures comptables sur les registres du mandataire ou de l'intermédiaire pertinent. |
| système de gestion dématérialisée (<i>book entry system</i>) | Système comptable permettant le transfert électronique de titres sans mouvement physique de certificats. |
| système de règlement de titres (<i>securities settlement system</i>) | Ensemble complet de dispositions institutionnelles permettant la confirmation, l'échange et le règlement de transactions sur titres et la garde de titres. |
| traitement automatisé de bout en bout (<i>straight through processing</i>) | Exécution de processus de prérèglement et de règlement sur la base de données de négociation saisies une seule fois dans un système automatisé. |
| transaction transfrontière (<i>cross-border trade</i>) | Transaction requérant un règlement transfrontière. |
| transfert provisoire (<i>provisional transfer</i>) | Transfert conditionnel dans lequel une ou plusieurs parties conservent la faculté, reconnue en droit commun ou prévue par convention, d'annuler le transfert. |
| transfert révocable (<i>revocable transfer</i>) | Transfert pouvant être annulé par l'opérateur du système ou un participant. |