

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X I V ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission des Finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

Mission d'évaluation et de contrôle

La transparence et la gestion de la dette publique

- Audition de Mme Brigitte DAURELLE, directeur général d'Euroclear, et M. Frédéric GERMAIN, directeur des opérations

Mardi

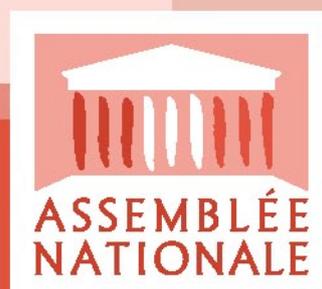
29 mars 2016

Séance de 18 heures

Compte rendu n° 32

SESSION ORDINAIRE DE 2015-2016

**Présidence
de M. Jean-Pierre
Gorges, rapporteur**



M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. Madame, monsieur, merci d'avoir répondu à notre invitation.

Mme Brigitte Daurelle, directeur général d'Euroclear. Permettez-moi d'abord de donner quelques informations sur le groupe Euroclear. Ce groupe est composé de plusieurs entités, dont Euroclear France, le dépositaire central de titres en France. C'est une entité unique qui joue un rôle central dans la gestion et l'administration des titres.

Cela nous confère un rôle très particulier dans la chaîne de valeur, notamment en raison de la gestion de ce que nous appelons le compte émission. Notre premier rôle est, en effet, d'assurer à tout moment l'étanchéité du compte émission, c'est-à-dire de garantir que le nombre de titres en circulation est égal au nombre de titres émis par les différents émetteurs, y compris pour les titres d'État. Nous sommes donc un important système de comptabilité.

Nous jouons également un rôle de gestionnaire du système de règlement-livraison, par lequel nous assurons l'échange en temps réel entre les titres et le cash lorsqu'une opération a lieu.

Le groupe Euroclear comprend d'autres dépositaires centraux nationaux. Je suis directeur général pour les dépositaires centraux français, belges et néerlandais mais le groupe Euroclear compte également les dépositaires centraux suédois et finlandais, Euroclear UK & Ireland et un *international central securities depository*, ou dépositaire central international, qui constitue une entité d'une nature un peu différente. Créé à l'origine pour traiter les Eurobonds, cette entité a plutôt vocation à servir une clientèle internationale tandis qu'un dépositaire central national traitera plutôt des titres domestiques.

Ma présentation est un peu schématique car dans la réalité, l'attribution des rôles est parfois un peu plus complexe, mais s'agissant des fonctions d'un dépositaire central, voilà ce qu'il faut savoir pour comprendre comment nous intervenons dans la chaîne de valeur.

M. Frédéric Germain, directeur des opérations d'Euroclear. Notre rôle est parfois qualifié de rôle notarial : il consiste à vérifier en permanence que le niveau des émissions correspond au nombre de titres en circulation.

Nous avons aussi un rôle complémentaire de gestion des comptes titres de nos clients, qui implique l'administration des valeurs mobilières. Tous les instruments financiers inscrits en compte chez nous font l'objet d'un suivi de leur naissance jusqu'à leur mort, grâce au traitement des opérations sur titres. Cela signifie que les paiements de dividende, les versements d'intérêts et les éventuelles opérations de fusion-acquisition transitent et sont gérées par nos systèmes.

Il y a toutefois une limite : nous avons une vocation nationale, et les titres cotés sur Euronext Paris peuvent être étrangers. Ils sont alors admissibles à nos opérations, mais nous ne jouerons pas pour eux le rôle notarial que nous jouons pour les valeurs françaises et les titres d'État. Nous sommes nous-mêmes en lien avec un dépositaire à l'étranger qui assure ce rôle notarial, et pour lequel nous agissons en tant qu'intermédiaire pour le compte des banquiers qui sont nos clients.

Cela m'amène à votre question concernant l'identité de nos clients. Il s'agit de la majeure partie des établissements de crédit, les grandes banques de la place. Toutes ne le sont pas, certaines ont fait le choix de confier cette activité à un autre banquier, pour des raisons

pratiques et parfois de coût. Certains grands banquiers de la place ont une compétence plus avérée que d'autres et disposent donc de structures qui leur permettent d'accueillir un certain nombre de banques qui ne veulent pas être en relation directe avec nous.

Nous gérons un peu moins de trois cents comptes, ce qui ne représente pas le nombre exact de nos clients puisque certains clients peuvent avoir plusieurs comptes, par exemple s'ils choisissent de différencier leur activité chez nous selon qu'ils agissent pour le compte de certains clients, pour leurs propres avoirs ou pour des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Nous avons également des liens avec les centrales de compensation, la plus connue étant LCH.Clearnet, qui déverse ses opérations issues des transactions en bourse directement dans nos livres.

Chacun de ces clients dispose d'un compte chez nous qui reflète les positions de ses propres clients.

Il faut garder en mémoire que le rôle notarial du dépositaire central repose sur une équation qui fonde le système : quel qu'en soit l'émetteur, les titres sont représentés par leur correspondance dans le livre aux comptes de chacun des établissements de crédit ayant un compte chez nous. Et les comptes de ces établissements de crédit doivent correspondre à la somme des avoirs de leurs propres clients et de leurs avoirs propres. Cette équation est à la base du système français dématérialisé depuis 1984. Tous les systèmes tendent vers ce genre d'organisation, même s'ils ne sont pas tous passés par les mêmes voies. Ce modèle permet à tout moment de s'assurer qu'il n'y a pas inflation de titres et que, quelles que soient les circonstances, les ventes ou les achats sur les marchés, cette équation est respectée en permanence. C'est le rôle central du dépositaire.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Lorsque l'État français émet un titre, pouvez-vous nous préciser le déroulement des opérations après qu'un spécialiste en valeurs du Trésor (SVT) ait été choisi ?

M. Frédéric Germain. L'État français va demander au dépositaire central de créer les titres. Ensuite, il va lancer une adjudication pour vendre ces titres aux SVT qui sont clients du dépositaire central. Ces SVT vont souscrire à l'émission, et donc recevoir les titres sur la base d'une livraison assurée par le Trésor. Pour être extrêmement précis, cette livraison se fait par l'intermédiaire de la Banque de France, qui a aussi un compte chez nous et va gérer le processus d'adjudication.

Concrètement, le Trésor nous envoie l'équivalent d'un document notarial par lequel il nous informe, par exemple, qu'il a émis 100 millions de titres et qui nous demande de créer ces titres dans nos systèmes. Nous allons les créer, avec le Trésor en contrepartie. Ensuite, le Trésor va livrer ces titres aux différents SVT qui souscrivent à l'émission, en utilisant notre système de règlement-livraison, et contre livraison du cash. Le cash n'est pas livré dans nos propres systèmes, mais nous le gérons nous-mêmes sur un compte à la Banque de France. Nous ne sommes pas un établissement de crédit, nous ne gérons pas de compte cash, mais nous avons des positions miroirs qui se reflètent en monnaie centrale dans les comptes de la Banque de France.

Il y a donc un mouvement de titres qui passent du Trésor chez nous, pour créer les titres, puis par le jeu des opérations déclenchées grâce à la Banque de France, un mouvement de livraison de titres contre du cash entre le Trésor et les SVT.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Permettez-moi une question : que se passerait-il si le Trésor faisait cela directement, c'est-à-dire si les systèmes du dépositaire central étaient abrités par le Trésor ? Quelle est votre valeur ajoutée ?

M. Frédéric Germain. On peut imaginer un système indépendant du nôtre pour gérer les titres du Trésor. Mais il faut savoir que le rôle du dépositaire central ne s'arrête pas à la gestion de ces titres. Beaucoup d'émetteurs ont aussi intérêt à avoir une structure indépendante, une infrastructure de marché régulée. Nous n'avons pas encore abordé ce point, mais nous sommes sous le contrôle très strict de régulateurs : l'Autorité des marchés financiers d'un côté, et la Banque de France de l'autre. Le système est sécurisé par cette infrastructure dans laquelle nous ne sommes ni juge ni partie. Nous n'avons aucun intérêt dans cette affaire.

Le Trésor pourrait effectivement gérer un système, mais la logique de fonctionnement des marchés et la dématérialisation repose sur une fonction centralisée – celle du dépositaire central – indépendante de toute structure et qui n'a pas de rôle particulier par rapport au marché. Par exemple, nous recevons des transactions d'Euronext, nous n'avons aucunement vocation à nous intégrer dans le processus de *trading*. Nous sommes simplement là pour échanger les titres. Donc, en réponse à votre question il est, en effet, possible que le Trésor se passe de nos services, mais cela ne serait pas forcément dans son intérêt, ni dans celui des acteurs.

Enfin, au-delà des fonctions notariales, la fonction de règlement-livraison c'est à dire l'échange de titres contre du cash s'appuie également sur d'autres services. C'est la mécanique du collatéral : nos clients peuvent utiliser les titres mis en garantie auprès de la Banque de France pour régler de manière intra-journalière un certain nombre d'opérations. Or les titres de l'État français sont les premiers titres utilisés en garantie. Donc l'État français a aussi intérêt à utiliser nos systèmes, car ils donnent de l'attractivité à ses titres en permettant de les utiliser pour livrer-régler d'autres opérations qui n'ont rien à voir avec les titres d'État.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. Comment êtes-vous rémunérés ?

M. Frédéric Germain. Le système de rémunération peut s'expliquer par analogie avec celui des droits de garde que vous acquittez lorsque vous avez des titres chez votre banquier. De la même manière que vous payez des droits de garde à votre banquier, les banquiers nous paient des droits de garde. S'y ajoute une rémunération forfaitaire en fonction des mouvements qui passent par nos systèmes.

La majeure partie de nos revenus est donc liée aux droits de garde, et une partie complémentaire provient des mouvements qui transitent dans nos systèmes. Pour vous donner un ordre d'idée, nos systèmes enregistrent en moyenne 110 000 à 120 000 mouvements par jour.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. J'ai bien compris l'intérêt que trouvent les grandes banques à ce que vous soyez dépositaire central des titres du Trésor : cela leur permet de les utiliser en garantie pour d'autres mouvements sans lien avec la dette publique.

Mais ce système ne joue-t-il pas également une fonction de dissimulation ? On voit ce qui entre et ce qui sort, mais on ne sait pas bien ce qui se passe entre temps.

Mme Brigitte Daurelle. Nous savons absolument ce qui se passe.

M. Jean-Pierre Gorges. Jouez-vous un rôle équivalent à celui d'une centrale titres au sein d'un grand groupe bancaire ?

Mme Brigitte Daurelle. Pas du tout. Nous ne sommes pas un établissement de crédit, nous sommes une infrastructure de marché, hautement régulée. Nous assumons une fonction centrale dans la gestion des échanges : notre rôle est d'assurer la jonction entre l'émetteur et les investisseurs. En tant qu'infrastructure de marché, notre rôle principal est de s'assurer qu'à tout moment, le nombre de titres émis est équivalent au nombre de titres en circulation.

Cela peut paraître trivial, mais cela impose de gérer des systèmes informatiques extrêmement puissants, qui requièrent des investissements très lourds. Nous sommes donc une infrastructure de marché jugée systémique, c'est-à-dire que si demain, par malheur, une disruption se produisait dans nos systèmes, les conséquences seraient très ennuyeuses.

Nous sommes, en conséquence, très régulés ; la façon dont nous gérons les flux est très sécurisée afin d'assurer la stabilité du monde financier et empêcher qu'un quelconque comportement déviant ou une rupture de continuité ne provoque des événements difficilement gérables.

Nous ne sommes donc pas l'équivalent d'une centrale titres dans un établissement de crédit, nous avons un autre rôle dans la chaîne de valeur.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. En ce qui concerne France Trésor, quelle connaissance avez-vous des détenteurs finaux ?

M. Frédéric Germain. Aucune. Nous connaissons les établissements de crédit qui s'adressent à nous. Leur position est le reflet de la somme des avoirs de leurs propres clients. Nous n'avons pas de visibilité sur les investisseurs finaux.

Il est clair que d'un point de vue technique et théorique, dans un monde dématérialisé, tout peut s'identifier. Mais la réglementation en vigueur en matière de titres d'État ne nous permet pas d'identifier les détenteurs de titres finaux. C'est aujourd'hui juridiquement impossible.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. Il règne un grand mystère sur les détenteurs. On dit que 60 % sont non-résidents, ce qui veut bien dire que quelqu'un l'a vu quelque part. Nous nous demandons comment identifier les détenteurs. La réglementation peut interdire de le communiquer, mais il y a bien un endroit où l'information existe.

M. Frédéric Germain. Pour parler de toute autre chose que des titres d'État, il existe un dispositif permettant d'identifier les porteurs de titres, en particulier les actionnaires des sociétés émettrices. Ce dispositif s'appelle le titre au porteur identifiable. Comme son nom l'indique, il est destiné à collecter les informations sur les titulaires de titres déposés dans nos livres. Et nous sommes l'organisme central habilité de par la loi à collecter les informations auprès des établissements de crédit qui sont nos clients.

Ce dispositif est très simple : nous avons une position titre dans nos livres, et si l'émetteur nous déclare, conformément à la loi et à ses statuts, que nous pouvons identifier ses actionnaires à une date donnée, nous lançons une requête auprès de l'ensemble des

établissements de crédit parmi nos clients. Ils nous informent, sur la base de données strictement encadrées par la loi, et nous compilons ces informations pour remettre à l'émetteur la liste de ses actionnaires.

Ce dispositif est bien évidemment transposable à tout titre, de quelque nature que ce soit, notamment aux titres d'État. Mais juridiquement, ce dispositif ne leur est pas applicable. Il n'a pas été décidé par le législateur de permettre l'identification des investisseurs détenant des titres d'État. Il peut y avoir de bonnes ou de mauvaises raisons à cela.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. C'est un débat : Est-il important que ceux qui détiennent la dette émise par l'État sachent qu'ils ne peuvent pas être identifiés ? Certains y voient des avantages, d'autres des inconvénients, aujourd'hui nous envisageons plutôt les inconvénients.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Donc vous consolidez toutes les positions de vos trois cents comptes ? Vous ne savez pas si un client peut avoir des coupons à remettre à des clients à une date donnée, mais vous savez qu'il faut consolider telle position ?

M. Frédéric Germain. De par la construction technique du dispositif, nous savons que ce client a 100 000 titres inscrits dans nos livres à une date donnée. Évidemment, les mouvements en temps réel font évoluer cette valeur en permanence. Ces 100 000 titres peuvent être détenus par 100 000 clients titulaires chacun d'un titre, comme par un seul client détenant les 100 000.

Lorsque nous lançons le processus de titre au porteur identifiable, la banque va devoir nous donner l'équivalent de sa position comptable dans nos livres. Donc nous allons agréger l'ensemble des actionnaires qu'elle va nous transmettre, et vérifier que la somme de leurs positions correspond à la position dans nos livres.

Mme Brigitte Daurelle. L'émetteur va donc recevoir une liste de l'ensemble des actionnaires que nous aurons pu identifier, mais il existe des limites sur lesquelles nous allons revenir. Il y a donc une chaîne qui fait remonter l'information vers nous, nous la centralisons et nous la transmettons à l'émetteur. Et alors, il est possible d'identifier les détenteurs finaux.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Donc la banque connaît ces détenteurs ?

Mme Brigitte Daurelle. La banque connaît ses clients et sait qui détient quoi dans ses livres, bien entendu. Mais même sur ce dispositif, qui existe pour certains actifs mais pas pour les titres d'État, le processus n'est pas parfait, et l'émetteur ne reçoit pas une liste exhaustive de ses détenteurs.

M. Frédéric Germain. La loi a été rédigée en 1987, lorsque les marchés étaient très peu internationalisés. Il n'a pas été anticipé que de plus en plus d'investisseurs étrangers s'intéresseraient aux sociétés françaises. Évidemment, ces investisseurs étrangers n'ont pas tous un compte dans une banque française. Ils peuvent avoir un compte à la Chase Manhattan Bank, qui a elle-même un compte chez BNP Paribas, par exemple.

BNP Paribas ne connaît pas nécessairement l'investisseur qui est client de la Chase Manhattan. Dans le processus de titre au porteur identifiable, BNP Paribas nous communiquera le nom de la Chase Manhattan, et pas plus que cela. Ce sont les limites du système. Évidemment, plus le marché s'internationalise, plus nous avons tendance à perdre l'identité des détenteurs finaux.

Ceci étant dit, certains investisseurs font le choix d'avoir un compte directement au sein d'un établissement de crédit français. Et en 2002, le législateur a décidé de mettre en place un autre dispositif pour casser l'opacité créée par une structure de comptes en cascade.

Il a donc donné la possibilité à l'émetteur d'interroger la Chase Manhattan – soit par lui-même, soit par l'intermédiaire du dépositaire central – et d'identifier les porteurs en cascade, afin de remonter la chaîne.

Cette procédure est toutefois assez inefficace, pour une raison simple. Les informations récupérées auprès de la banque interrogée sont globalisées, elles donnent pour adresse une tour où se trouvent 5 000 à 6 000 personnes, et il est très difficile d'atteindre l'interlocuteur capable de donner la bonne information.

Ce dispositif est assorti de sanctions : suspensions des droits de vote et des dividendes ; mais avant qu'une assemblée générale extraordinaire décide de telles sanctions, les titres auront probablement fait trois fois le tour du monde. Ce sont des limites très difficiles à dépasser, mais il ne faut pas être trop négatif : depuis l'introduction de cette loi, certains établissements, notamment aux États-Unis, ont estimé que puisqu'il existait une loi assortie de sanctions, ils répondraient aux sollicitations de l'émetteur ou du dépositaire central. Ce dispositif reste toutefois moins efficace que le premier niveau de titre au porteur identifiable, qui relève de la loi française.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Je comprends les difficultés, qui sont réelles, mais n'existe-t-il pas un risque qu'un certain nombre de titres se retrouve dans des paradis fiscaux ?

M. Frédéric Germain. Je ne peux pas vous répondre, car je suis incapable de vous donner des garanties dans un sens ou un autre. Évidemment, l'effet produit par ce système est que si la banque agit pour le compte d'un établissement situé dans l'Ohio qui travaille lui-même pour le compte de quelqu'un situé dans les îles Caïman ou dans le Delaware, il sera très compliqué de s'assurer du respect des règles standard et de ne pas se trouver dans un paradis fiscal. En l'état actuel, je ne peux pas vous dire si c'est le cas ou non, c'est techniquement possible, mais nous n'avons pas les moyens de le vérifier.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Connaissez-vous le volume de titres de dette d'Etat échangés ?

M. Frédéric Germain. Nous pouvons connaître le volume de titres échangés. Il transite entre 80 et 100 milliards d'euros par jour sur la dette d'État. Mais il faut faire attention avec ces chiffres : dans la même journée, une banque peut s'échanger dix ou cent fois les mêmes titres. Il y a une rotation sur les titres qui produit ces 80 à 100 milliards d'échanges. Ils sont échangés par les tables de trading dans un objectif de profitabilité ; ils peuvent être échangés à plusieurs reprises au cours de la même journée.

Nous arrêtons les positions à la fin de la journée comptable. Les banques, de gré à gré, peuvent continuer à faire du trading, mais cela apparaîtra le lendemain chez nous, ce qui signifie en fait à partir de vingt heures le soir. Le trading ne s'arrête jamais, mais les mouvements qui sont traités dans nos livres sont ceux que les banques nous transmettent à l'issue de leurs transactions de gré à gré, ou que le marché nous transmet par l'intermédiaire de la centrale de compensation LCH.Cleartnet.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. En 2011, Reuters a publié un classement des cinquante plus gros détenteurs de dette française. Avez-vous une information du même type ?

M. Frédéric Germain. Non, nous ne pouvons ni infirmer ni confirmer cette information. Il est très probable qu'elle soit basée sur des analyses faites auprès d'investisseurs institutionnels par des sondages de portefeuille.

Dans ce genre de domaine, nous avons affaire à des investisseurs importants, et il est probable que leurs chiffres soient relativement justes s'ils approchent les bons conservateurs. Nous ne sommes pas en mesure de faire ce type d'analyses car nous n'avons pas de relations directes avec les investisseurs.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. Que vous inspire le fait qu'il y ait des émissions de titres à des taux négatifs ?

M. Frédéric Germain. Cela ne m'inspire rien de bon d'un point de vue économique, mais du point de vue de nos systèmes, cela n'implique rien de spécifique, si ce n'est une gestion différente du cash, puisque nous allons inverser les règlements. En réalité, cela se passe de manière beaucoup plus simple que cela : au moment de l'émission, les titres sont payés moins cher. Cela n'a rien de techniquement complexe pour nous, cela ne pose pas de problèmes particuliers. Ce serait plus ennuyeux sur des titres *corporate*, qui sont plus complexes, mais pour des titres d'État, la gestion est extrêmement simple.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. Toutes les personnes avec lesquelles nous en discutons se demandent pourquoi entrer dans ce type de système. D'habitude, on ne trouve des taux négatifs que pour des opérations de blanchiment !

Mme Brigitte Daurelle. Sur ce genre de questions, nous n'avons qu'un point de vue de citoyens, mais je ne pense pas qu'il soit utile de le partager ici. Dans le cadre de nos fonctions respectives au sein d'Euroclear France, c'est techniquement transparent, il ne s'agit que de la gestion d'un paramètre différent.

M. Frédéric Germain. Tout ce que nous pouvons vous dire, c'est qu'en matière de lutte anti-blanchiment, nous disposons d'un dispositif de vérification qui permet de nous assurer qu'il n'y a pas de blanchiment avéré qui transite par nos livres. Nous vérifions toutes les transactions pour nous assurer qu'elles se situent dans des fourchettes acceptables. Nous sommes soumis à une régulation, et ces dispositifs sont vérifiés par l'Autorité des marchés financiers, qui a par ailleurs la possibilité d'étudier tous les mouvements chez nous lorsqu'elle le veut et à tout moment ; et elle le fait.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Vous versez des intérêts ?

M. Frédéric Germain. L'émetteur verse des intérêts.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Vous ne faites qu'une consolidation de position.

M. Frédéric Germain. C'est exact. L'émetteur met à notre disposition l'ensemble des intérêts à verser, et sur la base des positions respectives de nos clients, nous versons à due concurrence les montants qui reviennent à chacun des établissements. Ces derniers ont ensuite l'obligation de reverser ces intérêts à leurs propres clients, en proportion des positions chez eux.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Et ils prennent une dîme au passage ?

M. Frédéric Germain. Ils prennent une dîme en fonction du service rendu. Nous ne nous rémunérons pas sur les montants versés par l'émetteur.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. Pourrions-nous venir visiter vos locaux ?

Mme Brigitte Daurelle. Avec plaisir, je pense que nos équipes seront honorées de vous recevoir.

M. Nicolas Sansu, rapporteur. C'est un sujet sur lequel nous avons été plusieurs à travailler et sur lequel il existe beaucoup de fantasmes et des inquiétudes. Le nom d'Euroclear évoque d'autres chambres de compensation, et comme dans la comptine

« marabout – bout de ficelle », le nom d'Euroclear évoque rapidement Clearstream. C'est pourquoi nous aimerions bien vous rencontrer, nous rendre chez Euroclear France et voir comment les choses se passent.

Mme Brigitte Daurelle. Oui, organisons cela. Nous pourrions faire une session d'information, rencontrer les équipes et vous montrer les plateaux.

M. Jean-Pierre Gorges, rapporteur. Il me reste à vous remercier pour votre intervention.

