

Le marché français des titres de créance négociables, le label STEP et le rôle de la Banque de France

La place financière de Paris dispose d'un marché des titres à court et moyen terme efficient (le marché des TCN ¹), qui a démontré sa solidité et sa résistance durant la crise financière.

C'est un marché profond et liquide de titres qui sont éligibles en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème, sous certaines conditions.

Ce Focus a pour objectif de présenter en détail le rôle de la Banque de France sur ce marché d'un point de vue juridique, d'expliquer en quoi consiste le label STEP (short term European paper), l'implication de la Banque de France dans son processus d'attribution et en tant que fournisseur de données statistiques concernant STEP à la Banque centrale européenne (BCE). Il décrit également la gestion opérationnelle par la Banque de France des critères d'éligibilité appliqués aux TCN à court terme dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Le marché français des titres de créance à court et moyen terme et le rôle de la Banque de France

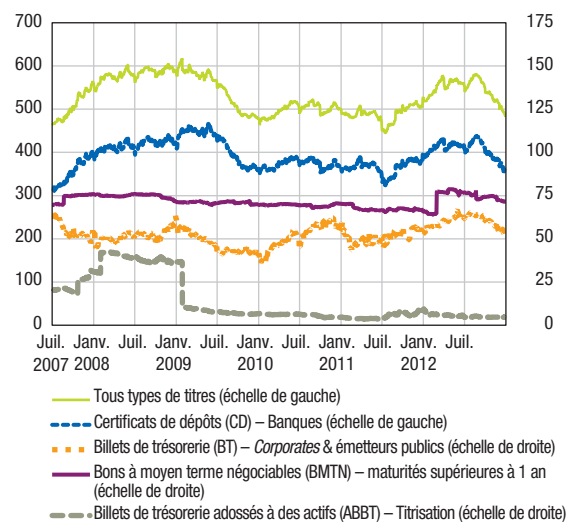
Un marché profond et liquide de titres potentiellement éligibles en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème

La place financière de Paris dispose d'un marché efficient pour les titres à court et moyen terme (certificats de dépôts émis par les banques, billets de trésorerie émis par les entreprises et les entités publiques et bons à moyen terme émis par les banques et les non-banques), qui a démontré sa solidité et sa résistance durant la crise financière. Avec 483 milliards d'euros d'encours à fin décembre 2012, le marché français des TCN est le premier marché de titres à court terme d'Europe et le deuxième au monde (derrière son équivalent américain mais devant le marché britannique). Il a enregistré un volume d'encours record de 615 milliards d'euros le 27 janvier 2009 et un plus haut mensuel de quelque 600 milliards d'euros à fin février 2009. Il a constitué une source de financement alternative pour les établissements de crédit et les entreprises durant la crise. La profondeur et la liquidité de ce marché reposent en grande partie sur son cadre réglementaire flexible, sa grande transparence, l'efficacité de ses infrastructures, son ouverture aux émetteurs étrangers et le fait qu'il soit supervisé par la Banque de France. Les TCN, produits à revenu fixe, ne sont pas négociés sur les marchés boursiers, mais de gré à gré.

Du point de vue de la politique monétaire, le marché français des billets de trésorerie (émis par des sociétés non financières) et celui des bons à moyen terme négociables (BMTN) sont reconnus comme des marchés non réglementés acceptés par la BCE ². Les titres de créance émis sur ces marchés sont admis en garantie des opérations de refinancement, sous réserve qu'ils respectent les critères d'éligibilité de l'Eurosystème. Les certificats de dépôts français, émis par des institutions financières, sont également potentiellement éligibles, à condition qu'ils bénéficient du label STEP. C'est également le cas

Graphique 1 – Encours de TCN

(en milliards d'euros, toutes devises)



Source : Banque de France

¹ Titres de créances négociables

² <http://www.ecb.int/mopo/assets/standards/marketable/html/index.en.html>

pour d'autres marchés de titres à court terme en Europe, tels que les ECP (*Euro commercial paper*) traités sur la place de Londres. Toutefois, le fait de bénéficier du label STEP n'est pas suffisant en soi pour être admis en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème. Tous les autres critères d'éligibilité définis dans « La Documentation générale » (*La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro – Documentation générale concernant les instruments et procédures de la politique monétaire de l'Eurosystème*, BCE, février 2011) ³ doivent également être satisfaits.

La Banque de France veille au respect des conditions d'émission des TCN et garantit la transparence du marché

Le cadre juridique français comporte une réglementation spécifique relative aux programmes d'émission de TCN. La Banque de France veille au respect par les émetteurs des conditions d'émission définies par les articles L. 213-1-A à L. 213-4-1 du *Code monétaire et financier* français. Les émetteurs de TCN doivent déposer auprès de la Banque de France un prospectus d'émission appelé « Documentation financière » (DF) ⁴. La Banque de France garantit également la transparence du marché : des informations statistiques détaillées sont publiées sur son site internet. Les opérations sont déclarées par les domiciliataires des émetteurs dans une application dédiée (*Noria*) et sont soumises à la surveillance de la Banque de France. Cette dernière peut ainsi établir trois niveaux de statistiques, quotidiennes, hebdomadaires et mensuelles, à des fins d'information. La Banque de France publie également le prospectus d'émission (la DF des émetteurs) sur son site internet.

<http://www.banque-france.fr/politique-monetaire/marche-des-tcn.html>

BANQUE DE FRANCE
EUROSISTÈME



Marché des TCN

- [Textes relatifs aux titres de créances négociables](#)
- [Principales caractéristiques des TCN](#)
- [Publications statistiques et séries chronologiques](#)
- [Note mensuelle sur le marché des TCN](#)
- [Application Noria](#)
- [Dossiers de Présentation Financière des émetteurs de TCN](#)

2

Le label STEP

Une initiative du marché soutenue par l'Eurosystème

Depuis 2001, l'initiative STEP (*short-term European paper*), lancée par des intervenants de marché sous l'égide de la Fédération bancaire européenne (FBE) et de *The Financial Markets Association* (ACI), vise à promouvoir les marchés des titres à court terme par le biais d'un ensemble de normes et de pratiques de marché que les émetteurs peuvent choisir d'appliquer aux programmes d'émission de titres sur les marchés existants, tels que le marché de l'ECP ou celui des TCN. Le label STEP a été introduit en 2006 et une convention de marché détaille l'ensemble des règles qui doivent être respectées par les émetteurs et notamment toutes les informations exigées dans le prospectus d'émission. Tous les détails sur le label STEP sont disponibles sur un site internet spécifique dédié. Le marché STEP est reconnu comme marché non réglementé accepté par la BCE, et ses titres sont éligibles au refinancement de l'Eurosystème depuis le 2 avril 2007 ⁵.

³ <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc201109fr.pdf>

⁴ Les articles D. 213-1-A à D. 213-14 du Code monétaire et financier indiquent quelles sont les informations qui doivent être fournies dans la Documentation financière.

⁵ <http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070402.en.html>



<http://www.stepmarket.org/>

The STEP Initiative

It aims to foster the **integration of the European markets for short-term paper through the convergence of market standards and practices.**

Integration will enhance market depth and liquidity and increase the diversification opportunities for issuers (both financial and non-financial institutions) and investors.

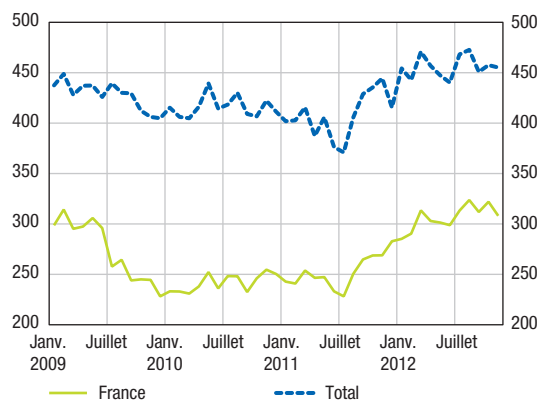
The **Financial Markets Association (ACI)** and the **European Banking Federation (EBF)** are the main promoters of the STEP initiative.



L'Eurosystème a soutenu l'initiative STEP de deux manières. En premier lieu, jusqu'en juin 2010 et sur la base d'un dispositif temporaire, l'Eurosystème a assisté le secrétariat STEP dans le cadre du processus d'attribution du label STEP. Depuis juillet 2010, le secrétariat STEP gère seul ce processus mais la collaboration avec la Banque de France se poursuit (cf. ci-après). En second lieu, la BCE publie sur son site internet des statistiques relatives au marché STEP ⁶. Les titres STEP ont été relativement épargnés par les turbulences sur les marchés financiers : en novembre 2012, leur encours total s'établissait à 455 milliards d'euros (dont 308 milliards en TCN à court terme, soit 68 % de l'encours total) et 176 programmes bénéficiant de ce label étaient en place (dont 73 émetteurs de TCN).

Graphique 2 – Encours STEP

(en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, BCE

3

Le rôle de la Banque de France dans le processus d'attribution du label STEP et comme fournisseur de statistiques sur le marché STEP pour la BCE

Les émetteurs de TCN désirant obtenir le label STEP doivent soumettre à la Banque de France une DF respectant le format exigé par la Convention de marché STEP. Le respect de la législation française et des exigences STEP est vérifié simultanément. L'émetteur soumet ensuite le prospectus d'émission au secrétariat du marché STEP pour approbation définitive.

Comme les autres fournisseurs de données relatives au marché STEP (essentiellement, Euroclear Bank, Euroclear France, Euroclear Belgique et Clearstream), la Banque de France fournit à la BCE des données quotidiennes relatives aux volumes d'émissions sur le marché primaire (transactions et encours), et des données sur les taux du marché primaire ventilées par code ISIN ⁷ concernant les programmes bénéficiant du label STEP. Ces données sont compilées et publiées sur le site internet de la BCE à des fins d'information.

⁶ <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/step/html/index.en.html>

⁷ International securities identification number

■ La gestion opérationnelle par la Banque de France des critères d'éligibilité appliqués aux TCN à court terme dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème

S'agissant des données relatives aux actifs négociables éligibles diffusées par la BCE, il convient de rappeler que toutes les informations concernant chaque titre référencé sous un code spécifique proviennent des données transmises à la BCE par les banques centrales nationales (BCN). Chaque BCN a la responsabilité d'évaluer l'éligibilité des titres émis et domiciliés dans sa juridiction et de déclarer ces informations dans la base des actifs éligibles (une base de données publiques localisée à la BCE). Chaque BCN est également chargée de tenir à jour ces informations. Pour cela, la Banque de France s'appuie dans une large mesure sur le dépositaire central de titres national, Euroclear France. Des contrôles réguliers sont effectués au niveau de l'Eurosystème pour garantir la qualité des données.

Les données statiques relatives aux TCN sont fournies à la Banque de France par le dépositaire central de titres national, Euroclear France

Les informations sur les TCN français fournies quotidiennement à la Banque de France par Euroclear France comprennent plusieurs données statiques : le code ISIN, la date d'émission, l'échéance, le taux du coupon, le type de taux, le nom de l'émetteur, la devise, la valeur nominale émise et le type de TCN. De plus, un contrôle automatique est effectué sur le type de coupon afin d'écartier les TCN ayant des rémunérations complexes qui pourraient ne pas être éligibles. Toutefois, Euroclear France ne fournit aucune information concernant les prix de marché de ces titres. La plate-forme commune de valorisation du collatéral de politique monétaire (*Common Eurosystem Pricing Hub* – CEPH) développée et gérée par l'Eurosystème fournit quotidiennement des prix pour tous les actifs négociables éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème⁸. Pour définir ces prix uniques utilisés par toutes les BCN pour valoriser ces actifs remis en garantie, CEPH collecte les prix de marché et détermine un prix de référence pour un jour ouvré donné. En l'absence de prix de marché, CEPH calcule un prix théorique pour les TCN comme pour tout autre actif négociable, conformément au cadre général à appliquer pour la valorisation des garanties.

4

Dans la mesure où il s'agit de titres à court terme (environ 60 % des émissions ont une maturité inférieure à trois jours), les TCN à court terme ne sont pas référencés dans les bases de données de Bloomberg, Reuters ou Six Telekurs, seul Euroclear fournissant ces informations. Les données statiques mentionnées ci-avant font partie des informations demandées pour vérifier l'éligibilité des titres. D'autres informations servant à évaluer/surveiller les critères d'éligibilité/décotes des actifs, telles que la notation du programme de TCN et/ou la notation de l'émetteur, sont obtenues par la Banque de France auprès de fournisseurs de données financières et sur les sites internet des agences de notation.

Les TCN à court terme représentent une faible part des garanties utilisées par les contreparties de la Banque de France dans les opérations de refinancement de l'Eurosystème

Le marché français des TCN à court terme permet d'abord aux banques et aux entreprises d'obtenir un financement de marché et n'a aucunement vocation à créer des garanties aux fins d'opérations de refinancement de l'Eurosystème. S'agissant des contreparties françaises de la Banque de France, les TCN à court terme émis par les banques et les non-banques, qu'ils bénéficient ou non du label STEP, représentent en moyenne 7,4 % (dont 3,6 % pour les titres STEP) du montant total des garanties remises par ces contreparties en 2012.

De plus, il convient de rappeler que, s'agissant de l'utilisation comme garanties des titres de créance bancaires non sécurisés, l'Eurosystème applique des règles restrictives que les certificats de dépôt français doivent respecter : la valeur de ces instruments émis par une banque ne peut excéder 5 % de la valeur totale du « pool » de garanties remises par une contrepartie auprès de l'Eurosystème (cf. la section 6.4.2 de la « Documentation générale »).

Contacts : service.de.presse@banque-france.fr

8 <http://www.ecb.int/mopo/assets/risk/valuation/html/index.en.html>