

## COMMENT MESURER LES DÉTENTIONS DE TITRES ?

« FINANCEMENTS INTERNATIONAUX »  
CNIS-COMMISSION SYSTÈME FINANCIER ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE  
1 JUIN 2023

**EMMANUEL GERVAIS**  
SERVICE DES TITRES  
DIRECTION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS



1. Les détentions de titres impliquent de multiples acteurs, résidents et non-résidents
2. La mesure des détentions transfrontières (engagements au sens de la balance des paiements) par les pays émetteurs est le plus souvent incomplète s'agissant de leur localisation
3. La coopération internationale est nécessaire pour améliorer l'information



# 1 LES ACTEURS

- Contrairement aux dépôts, les titres sont négociables. L'intervention d'un certain nombre d'acteurs est nécessaire pour rendre effective cette propriété :
  - L'émetteur du titre.
    - Il décide du mode de gestion des détentions :
      - soit directement sur ses livres (« titre au nominatif »). Dans ce cas, il connaît ses détenteurs.
      - soit par délégation à des intermédiaires (« titre au porteur »). Ce sont ces derniers qui peuvent les identifier.
      - Un même titre peut être au porteur ou au nominatif (cf. l'action TOTAL).
    - D'après la directive européenne (UE) 2017/828, un émetteur peut demander aux intermédiaires chargés de la gestion des comptes titres des porteurs de lui fournir « les informations concernant l'identité des actionnaires ». Encore faut-il que ces intermédiaires soient localisés dans la zone euro.



# 1 LES ACTEURS

- Le dépositaire central choisi par l'émetteur en fonction du marché d'émission (pour les titres de droit français, c'est principalement EUROCLEAR France). Il assure la centralisation des informations sur les détentions, en veillant à ce qu'elles équilibrent à tout moment l'émission.
- Les teneurs de compte conservateurs (TCC). Ils sont les intermédiaires obligés des détenteurs qui sont tenus d'utiliser un compte titre ouvert sur leurs livres, depuis la dématérialisation des valeurs mobilières.
  - En France, les TCC sont forcément soit des établissements de crédit soit des entreprises d'investissement.
  - Les TCC doivent inscrire les avoirs de leurs clients à leur compte chez le dépositaire central des titres de leur clientèle, soit directement soit indirectement via un correspondant lui-même TCC (« chaîne de conservation »).



## 2 QUELLE EST LA SOURCE LA PLUS COMPLÈTE CONCERNANT LES DÉTENTIONS ?

- En général, les statistiques de détention sont basées :
  - sur les déclarations des teneurs de compte conservateurs, car celles-ci sont les moins incomplètes :
    - Moins d'une dizaine d'émetteurs Français gèrent leurs émissions d'actions cotées intégralement au nominatif pur. Les autres titres sont généralement émis au porteur hors quelques cas particuliers (fonds spécialisés type SCPI, émissions de titres de dette gérées via des « blockchain », généralement au nominatif pur).
    - Les dépositaires centraux ne connaissent que leurs clients TCC car ceux-ci n'enregistrent généralement sur leur compte que la position globale de leurs clients. En outre, les dépositaires centraux résidents ne suivent que les émissions domestiques (titre dont le code ISIN commence par « FR »). Or, les établissements de crédit et les sociétés non financières ont significativement recours aux marchés internationaux (les émissions de l'espèce représentent 25 % environ du stock à la fin 2022 – les SNF ou les banques étant principalement concernées alors que les APU émettent très largement en France).
  - Sur les déclarations des portefeuilles titres des institutions financières (EC, OPC, Entreprises d'investissement, assurances), quel que soit le lieu de conservation de ces titres, car elles font partie de grands groupes largement internationalisés.

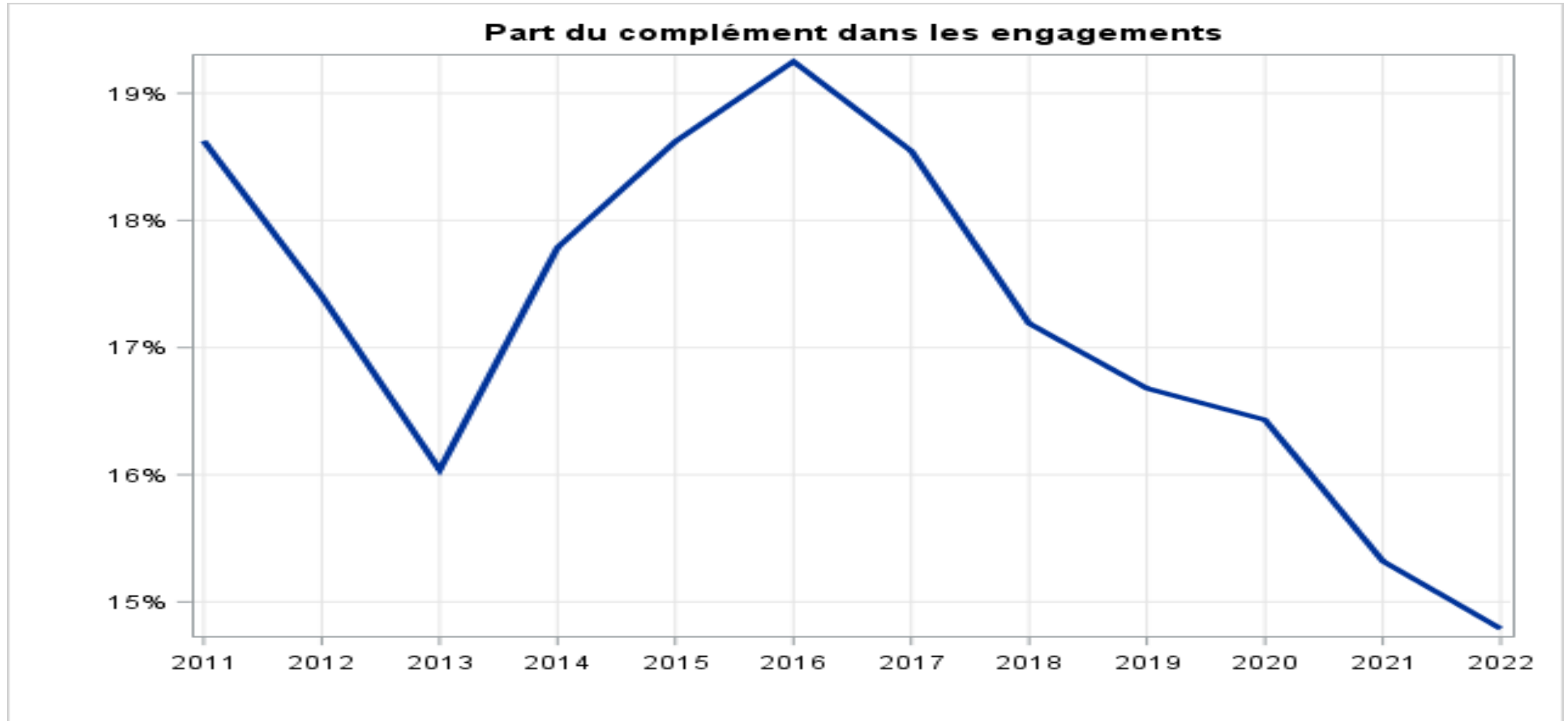


## 2 EN BALANCE DES PAIEMENTS, LES DÉTENTIONS NON-RÉSIDENTES ASSURENT L'ÉQUILIBRE AVEC LES ÉMISSIONS

- Les déclarations des TCC ne permettent pas néanmoins de déterminer avec certitude le pays d'origine des engagements :
  - Les TCC ne connaissent que le premier détenteur non-résident, qui peut être lui-même un TCC (cas des placements US gérés qui transitent par des intermédiaires d'autres pays européens – Royaume-Uni, Pays-Bas, Luxembourg...).
  - Spontanément, les détentions recensées par les TCC résidents ne couvrent pas totalement les émissions car une partie des détentions sont conservées hors de France. Dans ce cas, les standards statistiques internationaux préconisent d'attribuer le complément à la détention non-résidente car on suppose que les détentions des résidents en titres Français sont bien mieux capturées par la collecte nationale que la détention des non-résidents. Cette recommandation est appliquée par la balance des paiements françaises pour les titres de dette non publics.



## 2 ÉVOLUTION DU COMPLÉMENT (EN PART DES ENGAGEMENTS DE LA POSITION EXTÉRIURE)

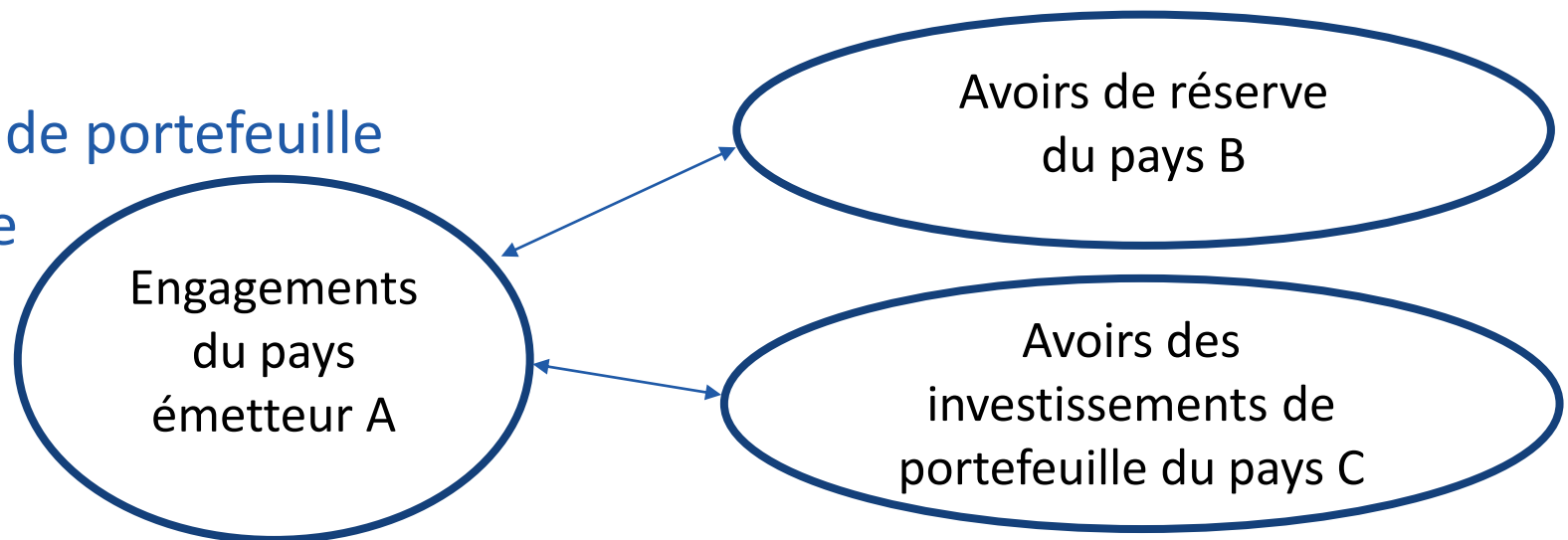




### 3 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE PERMET D'AMÉLIORER LA LOCALISATION DES ENGAGEMENTS

- Dans un monde couvert par des statistiques parfaitement homogènes, les engagements d'un pays sont forcément les avoirs d'un autre. Or, a priori, le pays investisseur a plus facilement accès aux informations sur les détentions de ses résidents que le pays investi (cf. ci-après les sources utilisées par la BDF).
- Deux rubriques sont concernées dans les balances des paiements des pays détenteurs :

- Les investissements de portefeuille
- Les avoirs de réserve







### 3 LES SOURCES POUR LE RECENSEMENT DES AVOIRS PAR LA BDF

Secteur	COLLECTE TITRE A TITRE DU COMPTE PROPRE	TCC	BILAN COMPTABLE	ESTIMATIONS
BDF,EC,OPC,EI, ASSURANCES, Fonds de pension, organisme de titrisations	Oui	Petits déclarants (EC) et assurances/fonds de pension	Pour contrôle de l'exhaustivité des déclarations en titre à titre	Non
APU	Non	Oui	Non	Non
SNF et autres secteurs financiers	Non	Oui	Oui (pour reprendre l'écart entre le portefeuille au bilan et les déclarations des TCC)	Oui
Ménages	Non	Oui	Non applicable	Oui (SHSS pour la zone euro et BNS + statistiques bancaires de la BRI pour le hors zone euro)



### 3 LE CPIS (FMI) ET SHS (BCE) FONCTIONNENT SUR CE PRINCIPE DE COOPÉRATION

- Le CPIS détaille, à une fréquence semestrielle, les avoirs par pays émetteur d'environ 80 économies participantes (pays de la zone euro, la quasi-totalité des autres pays du G20 dont la Chine depuis 2015). Dans les publications du FMI, les avoirs des réserves sont agrégés pour l'ensemble des pays détenteurs. On ne peut donc faire le lien pays émetteur / pays détenteur que pour ce qui relève de leurs investissements de portefeuilles. Les avoirs recensés par le CPIS couvrent plus de 90 % des engagements de la France. La base est accessible sur DBnomics ([IMF/CPIS | DBnomics](#))
- SHSS, dans la zone euro, regroupe à une fréquence trimestrielle toutes les collectes des TCC de la zone euro, agrégées par pays et secteurs détenteurs mais sans qui-à-qui pays émetteur et détenteur. Les séries publiées sont également disponibles sur DBnomics (<https://db.nomics.world/ECB/SHS>).



### 3 LA GRANULARITÉ DES DONNÉES COLLECTÉES EST ESSENTIELLE POUR ÉVITER LES ASYMÉTRIES DANS CES BASES

- La collecte des détentions par titre permet aux Banques centrales d'uniformiser l'attribution des caractéristiques des titres utiles aux statistiques financières et à la balance des paiements nationale (pays et secteur émetteur, nature d'instruments etc).
- Dans la zone euro, ces caractéristiques sont gérées dans une base centralisée d'où une harmonisation très forte entre les pays de la zone euro. En outre, le règlement SHS de la BCE prévoit une collecte titre à titre des détentions pour tous les pays de la zone euro (centralisée dans la base SHSS).
- Le FMI, dans le cadre du CPIS, collecte les positions agrégées des pays participants. Toutefois, conformément à la 2<sup>e</sup> phase de la « [data Gap Initiative](#) » du G20 de 2016 (cf. page 32), le FMI organise un exercice annuel d'échange des secteurs émetteurs des titres des entre les pays volontaires ([soit 30 pays déclarant la moitié des encours du CPIS](#)). L'exploitation du fichier de caractéristiques rétrocedé par le FMI montre qu'il n'y pas d'écarts notables avec les informations utilisées par la BDF pour sectoriser les titres en avoirs ou en engagements. Toutefois, quelques grands pays ne disposent pas (pour le moment ?) de collecte granulaire.