



Petit-Déjeuner du 21 juin 2018

Standards Européens sur les OST : l'aboutissement

En partenariat avec



Sommaire

1

Introduction
Les évolutions de la Place de Paris dans le traitement post-marché des opérations sur titres

Stéphanie SAINT PÉ,
Déleguée générale,
AFTI

3

Stream 6 : bilan de l'implémentation dans la zone ESES
Stream 6 et Stream 7 : le nouveau planning

Sandra ABOUTBOUL,
ESES product manager, Euroclear

4

Périmètre fonctionnel du Stream 7 : Les paiements de dividendes en actions

Périmètre fonctionnel du Stream 7 : Calcul du produit de l'OST

Hors périmètre fonctionnel du Stream 7 : les opérations « au fil de l'eau »

Olivier PIERRE,
Partner,
Onepoint

6

Évolution des standards dans les autres pays dont la zone ESES

Vers un changement du suivi des standards OST Shareholders Rights Directive et les OST

Pierre COLLADON,
Conseiller en Stratégie des Infrastructures de Marché,
Société Générale Securities Services (SGSS)

9

Vers une bascule sur ISO 20022 ?

Charles-Raymond BONIVER,
Principal Standards Specialist - Securities,
SWIFT

Questions de la salle

Les évolutions de la Place de Paris dans le traitement post-marché des opérations sur titres

Stéphanie Saint Pé,
Déleguée générale, AFTI

Dans sa volonté d'harmoniser et de réguler les pratiques des marchés financiers pour créer un espace économique et financier commun, l'Union européenne a engagé d'importants travaux de réforme, soit au travers de directives, soit en laissant au secteur professionnel l'initiative de s'organiser afin de mettre en œuvre un certain nombre de standards. Chaque pays s'est alors engagé à se conformer aux règles ainsi définies.

Par ailleurs, le rapport de l'*European Post-Trade Forum (EPTF)*¹ publié en mai 2017, qui a réactualisé le rapport Giovannini, élément majeur dans la mise en œuvre d'une industrie du post-marché harmonisée en Europe, a permis d'établir un recensement actualisé des obstacles nouveaux ou non encore levés devant être traités afin de disposer d'un marché européen encore plus efficient et résilient.

Parmi les obstacles devant d'être traités de façon prioritaire, le rapport de l'EPTF rappelle la nécessité d'harmoniser le traitement des Opérations sur Titres (OST), sans doute un des plus complexe dans le domaine du post-marché, et des assemblées générales, notamment dans les modalités de détermination et d'identification des actionnaires pouvant faire valoir leurs voix.

¹ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170515-eptf-report_en.pdf

Les évolutions de la Place de Paris dans le traitement post-marché des opérations sur titres

Le processus d'harmonisation du traitement des OST en Europe a débuté il y a quelques années par la définition par le *Corporate Action Joint Working Group (CAJWG)*, d'un ensemble de standards de marché à transposer dans l'écosystème de chacun des pays et à appliquer pour chaque catégorie d'opération.

La transposition de ces standards est donc en cours au sein des différents pays de l'Union européenne et leur mise en œuvre nécessite une mobilisation importante des professionnels pour chaque pays. En effet le processus de traitement des OST nécessite de prendre en compte :

- la difficulté d'interpréter le projet économique, parfois complexe, d'une entreprise pour le transposer sur les marchés et sur les comptes des investisseurs ayant eux-mêmes des contraintes différentes, selon qu'ils sont institutionnels ou particuliers, dans un cadre réglementaire et fiscal complexe et souvent hétérogène;
- la dimension internationale de l'entreprise ainsi que celle des investisseurs, impliquant des spécificités en matière de traitement (restrictions), de reporting (multilingue) et de fiscalité;
- et la spécificité des procédures déjà existantes au sein de chaque pays, s'appuyant parfois sur des systèmes d'information adaptés depuis longtemps aux particularités locales.

C'est donc dans ce contexte que la Place de Paris, s'est emparée du sujet pour transposer ces standards européens sur ses pratiques, ses processus et en assurer la cohérence avec sa réglementation, sachant que l'application de cette réforme s'accompagne d'aménagements réglementaires² au plan national qui se traduisent en France par un impact sur le Code de commerce.

Cette harmonisation des OST a pour but de permettre à tous les acteurs européens d'appliquer le même traitement, dans le même délai, et de garantir ainsi la bonne fin des opérations initiées par l'émetteur vis-à-vis de ses investisseurs. Pour le marché français, la mise en œuvre de ces stan-

dards apportera par ailleurs une optimisation des processus de traitement et une sécurisation des opérations.

Harmonisation : Dès lors que les standards seront appliqués par les différents pays européens, les opérations seront traitées de façon identique quel que soit le lieu de détention des titres en Europe. Les échanges transfrontaliers en seront facilités.

Optimisation : L'application de ces standards permet de réduire le délai de traitement des opérations et d'optimiser les modalités de remise du produit de l'opération aux détenteurs finaux afin de mieux répondre à leurs attentes.

Sécurisation : Le recours à la norme ISO et le respect des standards, permettent de sécuriser l'ensemble du processus de traitement des OST, de l'annonce au reporting découlant de la comptabilisation du résultat de l'opération, en s'appuyant sur des protocoles éprouvés et largement partagés.

Ainsi à compter du premier trimestre 2019, la France sera en mesure d'appliquer les standards européens sur la totalité du périmètre des OST, qu'elles s'imposent au détenteur comme les paiements de dividendes ou d'intérêts, ou qu'elles requièrent son choix dans la perception du produit d'une opération.

En fait, l'harmonisation du traitement des OST s'inscrit dans le cadre plus large de l'Union des marchés de capitaux (UMC) et de ses impacts sur les services titres en Europe. Ces sujets sont clairement abordés dans le rapport de l'EPTF qui se réfère certes aux standards de l'industrie mais aussi à la transposition des dispositions de la directive européenne révisée sur le droit des actionnaires (SRD2), qui concerne également les assemblées générales. À ce titre, les actes de mise en œuvre attendus pour le 10 septembre 2018, seront d'un grand intérêt pour l'industrie pour s'assurer de la prise en compte effective des standards érigés par l'industrie en matière d'OST.

Par ailleurs, il est bon de rappeler que la mise en œuvre du Brexit doit constituer une incitation forte pour l'Europe à travailler sans attendre à l'harmonisation de ses marchés, sans quoi elle ne saura opposer que des réglementations, des outils, des processus atomisés et disparates, face une offre britannique, certes plus restreinte mais par définition unifiée et cohérente.

La Place de Paris est en mode projet depuis plus de cinq ans maintenant. Une première étape a été franchie en mars 2015 avec la mise en œuvre du Stream 5. Après une première tentative qui a mobilisé d'importantes ressources sans toutefois aboutir au déploiement des évolutions techniques devant permettre de traiter les OST électives conformément aux standards européens (Stream 6), et ce dans des conditions de sécurité suffisante au regard des attentes du marché français, la Place de Paris reste mobilisée sur la mise en œuvre de ces standards. En effet, la généralisation de l'application des standards européens sur les OST reste l'objectif à atteindre. La Place française s'apprête donc à entamer une nouvelle période de test qui devra permettre de valider les évolutions réalisées afin d'aborder sereinement la campagne OST 2019 sur le périmètre fonctionnel concerné. ■

² La loi de simplification et de sécurisation de la vie des entreprises adoptée le 2 janvier 2014 a entériné l'adoption de cette réforme par voie d'ordonnance publiée le 31 juillet 2014 et d'un décret d'application publié le 20 mai 2015.

Stream 6 : bilan de l'implémentation dans la zone ESES

Sandra Aboutboul,
ESES product manager, Euroclear

Euroclear a réalisé l'implémentation technique du Stream 6 pour les trois marchés ESES en mars 2018 selon trois scénarios différents. À l'issue de la période de test, le marché hollandais s'était prononcé en faveur d'une implémentation complète du Stream 6, le marché belge pour une implémentation partielle et le marché français avait manifesté son désaccord en s'opposant à cette implémentation. Euroclear a donc adapté son approche de la mise en œuvre du Stream 6 pour tenir compte des retours de ces trois marchés. Ainsi depuis mars 2018, nous avons un traitement complet automatisé par le dépositaire central des OST électives avec l'utilisation

de la messagerie ISO pour le marché hollandais (Stream 6 activé). Pour le marché belge (Stream 6 activé partiellement), nous avons un traitement partiel automatisé, c'est-à-dire que le dépositaire central gère l'annonce, l'option par défaut et les transformations, avec utilisation de la messagerie ISO. En revanche, les instructions sur les options autres que l'option par défaut continuent d'être gérées de façon bilatérale via des flux de règlement/livraison entre le centralisateur et le teneur de compte. Pour le marché français (Stream 6 non activé), la procédure actuelle a été maintenue.

Dix-sept opérations sur le marché hollandais et seize sur le marché belge, soit au total trente et une opérations éligibles au Stream 6, ont été traitées depuis mars 2018 sans incident majeur. Nous pouvons considérer aujourd'hui que l'implémentation pour ces deux marchés a été un succès, même si quelques adaptations inhérentes à la mise en œuvre d'un tel projet, tant du côté des teneurs de compte que de celui des centralisateurs, ont été nécessaires au démarrage. Par ailleurs, nous avons identifié quelques anomalies qui ont été corrigées ou sont en voie de l'être.

Stream 6 et Stream 7 : le nouveau planning

Stream 6

L'activation des fonctionnalités du Stream 6 pour les marchés français et belge est prévue pour le 19 novembre 2018 à l'issue d'une période de test de Place qui se déroulera du 10 septembre au 15 novembre. À la demande du marché français, nous avons également mis en place une période de test (pilote) avec huit participants sur cinq cas de test. Les quelques anomalies qui ont été identifiées à ce stade, seront corrigées d'ici le mois de septembre, autrement dit avant le début des tests de Place.

Nous avons tiré les leçons des tests, qui ont précédé la mise en œuvre de mars 2018, pour apporter un certain nombre d'améliorations. Nous avons corrigé un grand nombre des anomalies importantes mises en évidence dans le cadre de ces tests. Les autres seront corrigées d'ici le mois de septembre. Nous avons résolu les problèmes de connectivité. Nous avons amélioré la fluidité de la communication sur le statut et le suivi des anomalies. Nous avons également développé un nouvel outil de suivi des tests et des anomalies. Celui-ci permettra de suivre au jour le jour, de manière très visuelle, le déroulement des tests et de dresser un état des lieux des anomalies recensées (statut, description et date de résolution).

À l'issue de la mise en œuvre du Stream 6 le 19 novembre 2018, le marché français sera conforme aux standards européens relatifs aux OST électives, à l'exception des opérations de paiements de dividendes en actions et des opérations « au fil de l'eau » (ou ONGO), qui nécessitent encore des évolutions.

Stream 7

Les paiements de dividendes en actions nécessitent une adaptation de la messagerie ISO avec la création d'un nouveau champ pour pouvoir instruire les souscriptions à l'unité supérieure. Pour cela, une demande d'évolution a été formulée auprès de SWIFT qui sera examinée lors d'un *Maintenance Working Group*. Si cette demande est prise en compte (réponse définitive en octobre 2018), ce nouveau champ ne serait disponible qu'en novembre 2019, lors de la mise en œuvre de la *Standards MT Release 2019*. Compte tenu du nombre important d'opérations de ce type, nous avons donc décidé en accord avec le marché de développer une solution transitoire pour les traiter de façon automatisée en utilisant un champ narratif de la messagerie ISO.

La livraison de cette solution transitoire est prévue pour la mi-janvier 2019, à l'issue d'une période de test. La date exacte de la livraison

n'est pas encore confirmée, mais celle-ci devra avoir lieu, dans tous les cas, avant le début de la campagne OST 2019.

Post Stream 7

Les opérations « au fil de l'eau » (ou ONGO) nécessitent également des évolutions supplémentaires qui étaient initialement prévues dans le cadre du Stream 7. Néanmoins, nous avons finalement décidé en accord avec le marché de reporter la livraison de ces évolutions à une date ultérieure et de mener des analyses complémentaires, compte tenu de la diversité et de la complexité de ces opérations. ■

Périmètre fonctionnel du Stream 7 : Les paiements de dividendes en actions

Olivier Pierre,
Partner, Onepoint

Le Stream 7 est essentiellement consacré aux paiements de dividendes en actions, pour lesquels un traitement répondant complètement aux standards internationaux d'une part et aux exigences du marché français d'autre part, n'a pas pu être mis en place lors du Stream 6. Quelques évolutions sont en effet nécessaires pour tenir compte des particularités françaises qui n'existent pas dans d'autres marchés. En France, les émetteurs ont la possibilité de proposer à leurs actionnaires de souscrire à l'unité supérieure, autrement dit de demander un nombre de titres supérieur, créant ainsi une complexité par rapport à ce qui peut exister sur d'autres marchés où lorsqu'un actionnaire réinvestit son dividende, les rompus sont d'office indemnisés ou pas.

Lors de la mise en œuvre du Stream 7, les paiements de dividendes en actions seront traités conformément aux standards élaborés par le *Corporate Actions Joint Working Group* (CAJWG).

En matière d'annonce, les *Key dates* respectent les standards. Pour ce type d'opération, le traitement nécessite une remise de droits aux détenteurs afin que ceux-ci puissent faire valoir

leur droit au réinvestissement du dividende. Aujourd'hui, le détachement de droits pour les opérations de paiement de dividende en actions ne suit pas les mêmes règles en matière de séquençage des dates que celles des opérations de souscription notamment, qui s'appuient également sur un détachement de droits préalable. Ceci engendre certaines incompréhensions de part des investisseurs étrangers. À compter du 1er janvier 2019, les opérations de paiement de dividende en actions suivront le même séquençage de dates que les autres opérations, à savoir *ex-date*, *record date* et *payment date*.

Les formats ISO seront utilisés pour la transmission des instructions, ce qui ne sera pas encore le cas pendant la période transitoire qui suivra la mise en œuvre du Stream 6. En effet, la présentation des instructions s'effectuera par des mouvements de règlement/livraison jusqu'à la mise en œuvre du Stream 7 (début 2019).

Comme pour les autres opérations, le centralisateur disposera d'un reporting adapté (*Election Breakdown Report* ou *EBR*) qui lui permettra de suivre au jour le jour les instructions des teneurs de compte et l'évolution de son opération. Même si les opérations seront traitées par le dépositaire

central, le centralisateur demeure le garant vis-à-vis de l'émetteur de la mise en œuvre et du bon déroulement de l'opération. C'est lui qui communique le feu vert au dépositaire central pour valider le déclenchement de l'opération.

En matière de traitement, le dépositaire central assurera le calcul et la comptabilisation du produit de l'opération (dont la soulte). Il transmettra le reporting associé aux différents acteurs.

Les actionnaires transmettront individuellement leurs instructions à leur établissement bancaire afin de participer à l'opération. Les teneurs de compte vont ensuite regrouper les instructions reçues de leurs clients et transmettront généralement une instruction, voire un nombre limité d'instructions, à Euroclear, qui effectuera alors le calcul du produit de l'opération sur la base des instructions transmises par les teneurs de compte. Le centralisateur devra valider le déclenchement de l'opération sur la base des reporting fournis par Euroclear, qui pourra ensuite livrer directement le produit de l'opération aux teneurs de compte à l'issue de l'opération. Il est important de souligner que les instructions ne seront plus transmises au centralisateur de l'opération, comme c'est le cas aujourd'hui.

Périmètre fonctionnel du Stream 7 : Calcul du produit de l'OST

Dépôt global et calcul d'optimisation

La plupart des teneurs de compte effectuent un dépôt global des instructions reçues de leurs clients. Ces clients peuvent être le cas échéant soumis à une retenue à la source. Les demandes de réinvestissement se faisant, dans la plupart des cas, sur la base d'un montant de coupon net et non d'un montant brut, les montants réinvestis peuvent donc être différents d'un bénéficiaire à l'autre en fonction de la fiscalité applicable. Or, Euroclear, qui ne connaît pas la fiscalité applicable à chaque bénéficiaire, calcule de façon systématique pour chaque teneur de compte le produit de l'opération sur la base du

nombre de droits déposés et du montant de coupon brut. C'est en partant de ce constat mais aussi du besoin de maintenir un processus automatisé et de permettre à Euroclear de calculer le nombre exact de titres à livrer à chaque teneur de compte, que la solution retenue prévoit que les teneurs de compte effectuent un calcul préalable (ce que nous appelons un calcul d'optimisation), afin de déterminer le nombre de droits à déposer correspondant au nombre de titres à recevoir, calculés sur la base d'un montant brut.

Pour illustrer ce point, prenons l'exemple de trois bénéficiaires détenant 100 droits pour le bénéficiaire A, 400 droits pour le bénéficiaire B et 10 000 droits pour le bénéficiaire C. Ces

bénéficiaires sont soumis respectivement un taux de retenue à la source de 0 %, 15 % et 30 %. Avec un montant brut du dividende de 3 euros, le montant net ouvrant droit au réinvestissement est de 300 euros pour le bénéficiaire A, de 1 020 euros pour le bénéficiaire B et 21 000 euros pour le bénéficiaire C. Sur la base d'un prix de souscription unitaire de 14 euros, le nombre de titres nouveaux à recevoir par chaque bénéficiaire est respectivement de 21, 72 et 1 500 titres, soit un total de 1 593 titres nouveaux.

Si le teneur de compte dépose la totalité des droits détenus par les trois bénéficiaires, Euroclear va calculer sur la base du nombre de droits déposés

Périmètre fonctionnel du Stream 7 : Calcul du produit de l'OST

(10500 droits) et du montant brut (3 euros) le nombre de titres à livrer, soit 2250 titres nouveaux. Or, ce n'est pas le nombre de titres nouveaux attendus par le teneur de compte (1593).

La solution retenue et validée par le groupe de travail de Place pour pallier ce décalage entre le nombre de titres calculés par Euroclear et celui attendus par le teneur de compte, est de demander au teneur de compte d'effectuer un calcul d'optimisation du nombre de droits à déposer. Dans notre exemple, le nombre de droits à déposer est égal au nombre total de titres nouveaux à recevoir (1593), multiplié par le prix de souscription (14 euros), puis divisé par le montant brut (3 euros), soit 7434 droits à déposer. C'est sur cette base qu'Euroclear va effectuer le calcul pour délivrer le nombre exact de titres nouveaux attendus par le teneur de compte.

L'option espèces, autrement dit l'option par défaut, s'applique pour les droits restants, donc non déposés et permettra notamment de couvrir le montant de la retenue à la source à reverser à l'administration fiscale.

Il est important que les établissements aient mis en place ce calcul d'optimisation avant le début des tests de décembre 2018, afin de s'assurer également du bon fonctionnement de ce calcul d'optimisation dans l'ensemble du processus de traitement des paiements de dividendes en actions.

Gestion des souscriptions à l'unité supérieure

En France, les actionnaires ont la possibilité d'obtenir le nombre de titres immédiatement

supérieur en versant la différence en espèces, en cas de réinvestissement de leur dividende en actions. Il peut donc arriver que tous les clients d'un teneur de compte souhaitent souscrire à l'unité supérieure, et ce d'autant plus que le réinvestissement en titres bénéficie généralement d'une décote. Dans ce cas, le nombre total de droits détenus et présentés ne suffira pas pour obtenir par calcul le nombre de titres demandés par l'ensemble des bénéficiaires, d'où un réel besoin de pouvoir formaliser cette demande de titres supplémentaires en maintenant encore une fois un processus automatisé avec un reporting adapté pour le centralisateur ; et ce afin d'éviter ainsi les ruptures de charges et le surcoût lié au traitement de ces opérations. La solution cible envisagée nécessite une adaptation de la messagerie ISO. Une demande d'évolution a donc été formulée auprès des instances de normalisation. Si cette demande est prise en compte (réponse définitive en octobre 2018), elle ne sera disponible qu'en novembre 2019, lors de la mise en œuvre de la *Standards MT Release 2019*. En attendant, une solution transitoire a été retenue. Elle consiste à implémenter un champ narratif afin de pouvoir indiquer le nombre de titres supplémentaires à souscrire. Cette solution pourrait être pérenne si la demande d'évolution est rejetée. Une adaptation des outils de saisie et de reporting est également nécessaire.

Reprenons l'exemple des trois bénéficiaires détenant 100 droits pour le bénéficiaire A, 400 droits pour le bénéficiaire B et 10000 droits pour le bénéficiaire C. Par souci de simplification, ces derniers ne sont cette fois soumis à aucune retenue à la source.

Avec un montant brut du dividende de 3 euros, le montant net ouvrant droit au réinvestissement est de 300 euros pour le bénéficiaire A, de 1200 euros pour le bénéficiaire B et 30000 euros pour le bénéficiaire. Tous les bénéficiaires souhaitant souscrire à l'unité supérieure, le nombre de titres nouveaux demandés par chaque bénéficiaire est respectivement de 22, 86 et 2143 titres, soit un total de 2251 titres nouveaux (sur la base d'un prix de souscription unitaire de 14 euros).

Comme dans le cas précédent, le teneur de compte effectue un calcul d'optimisation du nombre de droits à déposer. Dans notre exemple, le nombre de droits à déposer est égal au nombre total de titres nouveaux à recevoir (2251), multiplié par le prix de souscription (14 euros), puis divisé par le montant brut (3 euros) soit 10504 droits à déposer. Or, le teneur de compte ne dispose que de 10500 droits. Il va donc déposer ces 10500 droits et demander un titre nouveau supplémentaire pour répondre aux besoins des bénéficiaires.

C'est sur cette base qu'Euroclear va effectuer le calcul pour délivrer le nombre exact de titres nouveaux attendus par le teneur de compte, c'est-à-dire 2250 titres nouveaux correspondant aux 10500 droits déposés plus un titre nouveau supplémentaire demandé par le teneur de compte, soit les 2251 titres nouveaux demandés par les trois bénéficiaires.

Les établissements devront également être en mesure de tester cette solution lors des tests de décembre 2018.

Hors périmètre fonctionnel du Stream 7 : les opérations « au fil de l'eau »

Nous avons fait le choix de privilégier les opérations de paiement de dividendes en actions pour le Stream 7 afin de pouvoir aborder la campagne OST 2019 pour ensuite nous consacrer sereinement aux autres opérations restantes.

Les opérations « au fil de l'eau » sont des opérations électives sur une période de temps définie généralement longue, telles que les exercices de bons ou les conversions d'obligations. Le bénéficiaire a la possibilité d'échanger ses titres contre le produit de l'OST à tout moment durant

l'opération soit au fil de l'eau, soit par période. Notre objectif pour ces opérations « au fil de l'eau » est de maintenir, dans la mesure du possible, un traitement automatisé par Euroclear avec un reporting adapté pour l'ensemble des parties prenantes, en utilisant la messagerie ISO, afin de rester dans un moule proche de ce qui a déjà été fait pour les autres type d'opérations. Au fur et à mesure des analyses menées au sein du groupe de travail, nous sommes confrontés (et ce n'est pas une surprise) à une vraie difficulté pour faire entrer ces opérations dans un

processus standard en raison de leur diversité et de leur complexité. Les analyses se poursuivent actuellement afin de mettre en œuvre des solutions qui n'aboutissent pas à des systèmes complexes, tout en s'appuyant sur ce qui a déjà été réalisé pour le Stream 6 et le Stream 7. Selon les résultats de ces analyses, nous verrons alors comment implémenter ces opérations « au fil de l'eau » conformément aux standards européens. En attendant, elles continueront d'être traitées de la même façon qu'elles le sont aujourd'hui. ■

Évolution des standards dans les autres pays dont la zone ESES

Pierre Colladon,

Conseiller en Stratégie des Infrastructures de Marché, Société Générale Securities Services (SGSS)

Il est intéressant d'avoir une vision du degré de conformité du marché français, des marchés européens dans leur globalité et des huit principaux d'entre eux avant de voir où nous en sommes par rapport à ces derniers et, en particulier, ceux de la zone ESES. Pour cela, l'état de conformité de chaque marché est évalué selon trois couleurs : rouge pour les marchés non conformes aux standards et qui n'ont pas annoncé de plan de mise en œuvre ; jaune pour les marchés non conformes mais qui ont annoncé un plan de mise en œuvre et verte pour les marchés conformes. Le degré de conformité présenté ici est évalué sur la base des informations fournies lors des reporting de fin d'année 2016 et 2017.

La France en stationnaire

La situation de la France est assez simple. Elle est plutôt bonne pour les opérations obligatoires puisque nous sommes conformes aux standards et ce, suite à la mise en œuvre du Stream 5, en mars 2015. Elle est stable pour les opérations électives, et c'est tout à fait logique puisque nous sommes en attente de la mise en œuvre du Stream 6, en novembre 2018.

Il faut souligner une particularité sur le suivi des distributions avec options. En effet, lorsqu'un marché est conforme aux standards pour les réorganisations obligatoires avec options et les réorganisations volontaires, il est forcément conforme pour les distributions avec options. Il n'y a donc pas d'action spécifique à mener sur ces événements puisque leur conformité découle de ces deux événements constitutifs.

Europe, enfin une première vision globale

À la fin de l'année 2016, un certain nombre de pays n'étaient pas suivis, soit parce qu'ils n'avaient fait état d'aucun reporting, soit parce qu'ils étaient en cours d'implémentation. Les choses ont beaucoup évolué en 2017, avec une forte mobilisation des pays de l'Europe de l'Est et de l'Europe centrale pour mettre en œuvre les standards, sans compter la migration de certains

pays dans l'environnement T2S qui leur a donné l'impulsion nécessaire pour adapter leurs propres systèmes.

Ainsi, la situation de l'ensemble des pays européens est plutôt satisfaisante avec des standards qui, sans entrer dans le détail, sont appliqués dans 80 % des cas.

Un top 8 mieux suivi

Lorsque nous nous intéressons aux huit marchés principaux (Top 8), nous constatons une légère dégradation en 2017 par rapport à 2016. Il ne s'agit pas réellement d'une dégradation mais plutôt d'un suivi et d'une analyse plus fins de la mise en œuvre des standards. En effet, les reporting font de plus en plus l'objet de réserves, et parfois même de remises en cause.

Cependant, il est intéressant de constater que l'avance du Top 8 sur l'ensemble des marchés européens s'est fortement réduite, ces derniers ayant aujourd'hui rattrapé leur retard dans la mise en œuvre des standards.

France/Top 8 : un « retard » sur les opérations électives

Si nous comparons la situation de la France par rapport au Top 8 dont elle est un des marchés importants, nous constatons un « retard » sur les opérations électives, ce qui est tout à fait normal dans la mesure où nous sommes en attente de la mise en œuvre du Stream 6, en novembre 2018. En revanche, le marché français est dans le peloton de tête pour les opérations obligatoires, cependant avec une petite restriction sur ces opérations en raison de l'absence de narratif en anglais dans certains messages d'annonce. L'absence de plan de mise en œuvre dans ce domaine empêche ainsi le marché français d'être totalement conforme aux standards pour les opérations obligatoires. Néanmoins, la nouvelle directive européenne sur le droit des actionnaires devrait permettre au marché français d'être conforme d'ici à 2020.

France/Europe : un « retard » sur les opérations électives

Si nous comparons maintenant le marché français par rapport à l'ensemble des marchés européens, nous retrouvons quasiment les mêmes résultats puisque ces marchés ont rattrapé leur retard par rapport aux marchés du Top 8.

France/Belgique

Lorsque nous comparons le marché français et le marché belge, nous constatons quelques petites différences, notamment sur les opérations obligatoires avec toujours la problématique liée à l'absence de narratif en anglais pour le marché français. Cette problématique ne se pose pas pour le marché belge habitué à l'usage de la langue anglaise pour des raisons de bilinguisme local. Pour les autres opérations, les deux marchés sont sensiblement alignés.

France/Pays-Bas

La comparaison avec le marché néerlandais est légèrement différente. Tout d'abord, nous constatons que le marché néerlandais est totalement conforme aux standards pour les distributions avec options. Il s'agit là d'un problème d'interprétation qui consiste à se déclarer conforme pour ces opérations dès lors que les standards sont appliqués pour les réorganisations obligatoires avec options et les réorganisations volontaires, et ce, même si ces dernières n'ont pas été complètement implémentées. Cette interprétation a fait l'objet d'un rappel à l'ordre lors de la dernière réunion de l'*European Market Implementation Group (E-MIG)*. Quoiqu'il en soit, il sera intéressant de suivre l'évolution du reporting du marché néerlandais en fin d'année 2018, dans la mesure où celui-ci a mis en œuvre le Stream 6 en mars dernier.

D'une façon générale, nous constatons tout d'abord un suivi global meilleur et plus large de la mise en œuvre des standards. Les reporting font l'objet d'une analyse plus fine et, il n'est pas rare pour un responsable d'un *Market Implementation Group (MIG)* d'avoir à répondre à

Évolution des standards dans les autres pays dont la zone ESES

toute une série de questions afin de justifier son degré de conformité.

Nous constatons ensuite une mise en œuvre des standards dans la quasi-totalité des marchés

européens avec un rattrapage des marchés « tardifs », ce qui prouve l'adage selon lequel « rien ne sert de courir ; il faut partir à point. » Cela signifie également que nous ne sommes plus les seuls à faire des efforts.

Pour le marché français, l'important est maintenant de réussir la mise en œuvre du Stream 7 afin de rester dans le groupe de tête.

Vers un changement du suivi des standards OST

Le suivi des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST) risque d'évoluer dans les années à venir. En effet, nous sommes passés d'une situation où il a fallu mettre en œuvre ces standards à une situation où il va falloir maintenant s'assurer qu'ils sont bien mis en œuvre, ce qui est légèrement différent dans le mode de fonctionnement.

Le suivi actuel

Aujourd'hui, il existe deux structures chargées du suivi de la mise en œuvre des standards OST. Tout d'abord, nous avons une première structure de suivi général de la mise en œuvre des standards en Europe avec à la base de cette structure les *Market Implementation Groups (MIGs)*. Ces groupes nationaux ont la responsabilité de la mise en œuvre des standards au niveau de leur propre marché et sont donc à même d'évaluer leur degré de conformité. Ils sont régulièrement sollicités pour fournir un reporting sur l'état d'avancement de cette mise en œuvre. Cette analyse est effectuée localement puis remontée au *Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG)* et partagée à l'*European Market Implementation Group (E-MIG)*. Le CAJWG est plutôt une enceinte de définition et d'interprétation composée d'experts chargés non seulement de définir et de faire vivre les standards sur le plan européen mais aussi d'apporter des éléments de réponse aux questions soulevées par les MIGs en cas de difficultés d'interprétation de tel ou tel standard. L'E-MIG, sorte d'assemblée générale des MIGs, est une instance où les différents MIGs se réunissent pour confronter leurs expériences afin d'avoir une vision du degré de conformité des différents marchés, en vérifiant le bien-fondé de l'état d'avancement qui est fait en matière de mise en œuvre des standards.

Ensuite, nous avons une seconde structure de suivi de la mise en œuvre des standards dans la zone T2S (*TARGET2-Securities*) avec une vision orientée règlement/livraison. À la base de cette

structure, nous trouvons les *National Stakeholder Groups (NSGs)*, anciennement appelés *National User Groups (NUGs)*, qui sont régulièrement sollicités par les structures T2S pour connaître l'état d'avancement de la mise en œuvre des standards relatifs aux OST sur flux, dont une déclinaison technique plus détaillée a été traduite dans le cadre de la plateforme T2S par le *Corporate Actions Sub-Group (CASG)*. Ce dernier composé d'experts, supervise prioritairement la mise en œuvre des standards relatifs aux OST sur flux.

Le suivi des standards fondé sur la coexistence de ces deux structures parallèles implique la nécessité de fournir deux reporting distincts à des dates différentes, qui sollicitent parfois l'intervention des mêmes interlocuteurs.

En France, lorsqu'une question se pose au niveau du NSG, les membres de celui-ci interrogent systématiquement les représentants du MIG. Ces derniers répondent aux membres du NSG qui diffusent ensuite la réponse au niveau des structures T2S. Suite à une étude réalisée dans d'autres pays, nous nous sommes rendu compte que ce mode de fonctionnement n'était pas propre au marché français.

Sachant que nous retrouvons des membres du CAJWG parmi ceux du CASG, certains s'interrogent aujourd'hui sur la pertinence de maintenir deux structures de suivi parallèles avec deux reporting distincts à des dates différentes.

Quel suivi futur ?

L'une des idées serait de supprimer le CASG en le fusionnant avec le CAJWG, tout en conservant au niveau local les NSGs qui s'appuieraient systématiquement sur les MIGs. L'une des questions qui se pose dans ce contexte, est de savoir si le suivi de la mise en œuvre des standards dans la zone T2S doit continuer d'être assuré par les structures T2S ou si ce suivi doit être confié aux structures de suivi général de la mise en œuvre des standards en Europe. Dans cette dernière

hypothèse, cela signifierait un transfert de compétence au niveau de l'E-MIG, qui deviendrait alors la seule instance capable d'avoir une vision globale de la mise en œuvre des standards en Europe mais aussi dans la zone T2S et d'effectuer le travail de suivi et d'analyse.

Les prochaines étapes

La première étape est la plus simple. Il s'agit tout d'abord de coordonner les dates des deux reporting de fin d'année 2018. La question s'est posée d'intégrer la partie détaillée relative aux OST sur flux dans le reporting actuel destiné à l'E-MIG. Cette question n'a pas encore été tranchée, mais quoi qu'il en soit, cela changera la forme du document mais ne changera en rien le travail d'analyse à effectuer. Nous maintenons les deux structures de suivi avec des reporting en Y pour cette première étape.

Il s'agit ensuite de proposer cette nouvelle organisation aux structures respectives dans une seconde étape (fin de 2018). En effet, il faut d'un côté convaincre la structure de suivi de la zone T2S d'accepter d'externaliser une partie de son activité et de l'autre la structure de suivi général de l'Europe d'accepter de prendre en charge cette partie d'activité supplémentaire. En cas d'acceptation des deux structures, nous ne pourrions pas envisager une mise en œuvre de ce nouveau suivi avant le reporting de fin d'année 2019.

Quelles ressources dédiées au suivi ?

Derrière la mise en place de cette nouvelle organisation se pose la question des ressources dédiées au travail de suivi et d'analyse de la mise en œuvre des standards. Il est certain que ce travail va nécessiter des ressources supplémentaires, mais aujourd'hui ce point reste un peu flou. Néanmoins, il est important de souligner que les compétences se situent au niveau des MIGs puisque c'est dans ces groupes que nous trouvons les experts à même de traiter les OST.

Shareholders Rights Directive et les OST

La directive européenne révisée sur le droit des actionnaires entend favoriser l'exercice de leurs droits par les actionnaires non seulement en matière d'assemblées générales mais aussi en matière d'événements sur titres au sens large, y compris les opérations sur titres.

L'une des recommandations du Forum européen du post-marché (*European Post-Trade Forum, EPTF*) est la prise en compte des standards européens relatifs aux OST dans la directive. Dans leurs considérants, le Parlement européen et le Conseil ont en effet précisé que « la Commission devrait tenir compte des évolutions pertinentes du marché et, en particulier, des initiatives d'autorégulation existantes telles que les normes de marché pour le traitement des opérations sur titres ».

Rappel des principales mesures

La directive sur le droit des actionnaires s'appuie sur deux piliers : transparence et interaction avec l'actionnaire. La transparence porte sur des sujets qui ne nous impactent pas, du moins pour ce qui concerne le traitement des OST. L'interaction avec l'actionnaire porte sur l'identification des actionnaires mais aussi sur deux autres sujets, la transmission d'informations et l'exercice des droits des actionnaires, qui nous concernent particulièrement dans le cadre du traitement des OST.

Les États membres doivent avoir transposé les exigences de la directive dans leur droit national au plus tard le 10 juin 2019, sachant qu'il s'agit d'une directive d'harmonisation minimale ce qui

permet aux États membres qui le souhaitent de maintenir ou d'adopter des spécificités locales.

Points actuels d'attention

Sur la base du projet de texte soumis à consultation en avril/mai 2018, plusieurs points ont retenu notre attention.

Le point le plus important qui nous préoccupe concerne les délais de transmission des informations. En effet, le principe du « jour même » est clairement inscrit dans la version initiale de la Commission européenne. Cela signifie que les intermédiaires doivent transmettre à leurs clients les informations relatives aux opérations sur titres sans délai et le jour même de leur réception. De même, les intermédiaires doivent transmettre à l'émetteur les instructions de leurs clients sans délai et le jour même de leur réception, ce qui n'est pas sans poser problème dans la mesure où les intermédiaires regroupent aujourd'hui les instructions reçues de leurs clients pour transmettre généralement une instruction, voire un nombre limité d'instructions, à Euroclear. Si ce principe du « jour même » se confirmait, il pourrait être de nature à remettre en cause la procédure mise en place pour le traitement des OST.

Autre point, les informations transmises doivent être concises et claires mais aussi adaptées aux clients ciblés. Elles doivent être fournies dans une langue communément utilisée dans la sphère financière internationale, autrement dit en anglais, ainsi que dans la langue locale, toujours selon les dispositions initiales.

Le texte initial reprend les standards déjà appliqués dans le traitement des OST en matière de dates clés, etc. Il ne devrait donc pas y avoir de surprise dans ce domaine. Il recommande également l'utilisation de format de message respectant les standards internationaux (norme ISO), en matière de transmissions entre les intermédiaires.

Le texte initial ouvre la possibilité de flux et de processus multiples avec une chaîne d'intermédiaires ou des canaux directs. Cela signifie, puisque le texte ne l'interdit pas, qu'un actionnaire peut répondre directement à un émetteur lors d'une opération sur titres. En France, ce risque est faible, d'une part parce que les canaux mis en place sont satisfaisants, et d'une part parce que les émetteurs n'y sont pas favorables pour ne pas dire opposés.

Une version amendée du texte a été présentée aux États membres sans soulever d'opposition majeure. La Commission a reçu près d'une soixantaine de réponses à la consultation lancée en avril 2018, qui l'ont amenée à revoir sa position initiale sur un certain nombre de points, comme, par exemple, la transmission le « jour même » par les intermédiaires des instructions de leurs clients. Nous sommes confiants sur ce point, comme sur d'autres, puisque la Commission européenne a annoncé vouloir tenir compte des initiatives existantes en matière de traitement des opérations sur titres. Aujourd'hui, nous sommes en attente des actes d'exécution de la Commission européenne. Ces actes d'exécution doivent être publiés au plus tard le 10 septembre 2018. ■

Vers une bascule sur ISO 20022 ?

Charles-Raymond Boniver,

Principal Standards Specialist - Securities, SWIFT

La norme ISO 20022 n'est pas récente. Dès 2003, l'industrie des fonds nous a sollicités pour trouver ensemble une solution afin d'automatiser les nombreux processus manuels existants. À cette époque, nous avons réutilisé de façon tactique ce que nous avons développé pour le post-marché, en l'adaptant au traitement des opérations de souscription/rachat de parts de fonds (MT 502, MT 509 et MT 515). En revanche pour les autres types d'opérations, nous avons créé les messages conformément aux standards ISO 20022, puisqu'ils n'existaient pas en ISO 15022.

Depuis SWIFT a consulté sa communauté d'utilisateurs à plusieurs reprises sur l'adoption des standards ISO 20022. Lors de la dernière consultation en 2016, les utilisateurs se sont de nouveau prononcés en faveur d'une coexistence des standards, et ce pour le monde des paiements ou celui des titres en général.

À la demande essentiellement des correspondant banks pour les paiements transfrontières, le conseil d'administration de SWIFT a demandé, en septembre 2017, d'établir une stratégie de migration vers les standards ISO 20022. En avril 2018, nous avons donc lancé une nouvelle consultation à grande échelle de toutes les parties prenantes de l'ensemble des secteurs d'activité, y compris celui du post-marché.

Consultation ISO 20022

Nous avons travaillé avec l'industrie afin de bâtir des hypothèses de départ. L'objectif de cette consultation était de faire valider par les utilisateurs la pertinence de ces hypothèses et de pouvoir recueillir leurs observations en vue, le cas échéant, de les adapter. À cette occasion, nous avons réalisé que l'état d'avancement et le souhait de migrer étaient différents selon les lignes métiers et nous en avons tenu compte dans notre stratégie de migration. Nous avons donc retenu une chronologie par ligne métiers ainsi qu'une approche progressive, avec des outils et un support adaptés afin d'aider la communauté SWIFT à migrer. Nous avons également tenu compte de la différence dans la gestion de la maintenance et de l'implémentation des messages. Aujourd'hui, nous gérons les standards MT SWIFT traditionnels ainsi que les standards

ISO 15022 pour l'ensemble de la communauté des utilisateurs SWIFT alors que l'ISO 20022 est une norme globale et ouverte avec sa propre structure de gouvernance (ISO) dans laquelle la communauté des utilisateurs SWIFT est potentiellement sous représentée.

État d'avancement par ligne métier

Dans le domaine des paiements, de nombreuses infrastructures de marché ont d'ores et déjà annoncé vouloir migrer vers ISO 20022, ce qui signifie que les grandes banques connectées à ces infrastructures de marché vont également être obligées migrer à l'horizon 2022.

De plus, la majeure partie des systèmes de paiement de montant élevé utiliseront la norme ISO 20022 d'ici à 2023. La norme ISO 20022 est aussi le principal standard utilisé pour les paiements instantanés, que ce soit en Europe, en Australie, aux États-Unis et ailleurs.

À cela s'ajoute un respect des contraintes de conformité imposées par les nouvelles réglementations. Aujourd'hui, nous sommes en effet limités dans FIN pour véhiculer les informations complètes relatives aux donneurs d'ordre et aux bénéficiaires finaux. La norme ISO 20022 est mieux adaptée à cette transparence. Elle permet également de répondre au besoin d'informations complémentaires concernant le motif du paiement. Nous aurions très bien pu développer FIN pour étendre le nombre de champs ou le nombre de caractère dans certains champs, mais l'industrie en a décidé autrement préférant investir dans un nouveau standard qui support une syntaxe plus moderne (XML dans ce cas-ci).

Dans le domaine des titres, la norme ISO 20022 est utilisée par certaines infrastructures de marché, que ce soit en Europe avec TARGET2-Securities (T2S) pour le règlement/livraison ou aux États-Unis avec DTCC pour les opérations sur titres. Nous voyons dans le monde des infrastructures de marché qui renouvellent leurs systèmes existants ou qui développent de nouveaux systèmes en utilisant la norme ISO 20022. Mais, de manière générale, nous observons que les moteurs dans ce domaine sont moins forts que dans celui des paiements. Nous n'avons pas non

plus ressenti un besoin urgent de la part des participants T2S de migrer leurs applicatifs clients.

Stratégie de migration

Nous avons proposé une migration par domaine d'activités selon trois phases.

Phase 0: CUG. Cette phase est optionnelle et réservée aux premiers utilisateurs (early adopters) ayant rejoint ce que nous appelons un *Closed User Group (CUG)*, qui permet de restreindre l'utilisation de certains messages à un sous-groupe d'utilisateurs. Pendant cette première phase, ceux-ci doivent pouvoir s'échanger entre eux des messages au format ISO 20022.

Phase 1: COEX. L'utilisation de la norme ISO 20022 sera étendue à l'ensemble de la communauté SWIFT. Cependant, les utilisateurs ne seront pas obligés d'utiliser la norme ISO 20022. En effet, nous avons retenu une migration progressive sur plusieurs années plutôt qu'un big bang afin de permettre aux 11 000 banques connectées au réseau de se préparer.

Pendant cette phase de coexistence, plusieurs scénarios sont possibles. (1) les utilisateurs MT utilisent la messagerie FIN et peuvent continuer d'échanger entre eux des messages au format MT SWIFT. (2) les utilisateurs ISO 20022 échangent entre eux des messages au format ISO 20022, comme ils auraient pu le faire dans un *Closed User Group (CUG)* lors de la phase 0. (3) un utilisateur MT transmet un message à un utilisateur ISO 20022, celui-ci sera converti au format ISO 20022. Cette conversion est techniquement assez simple à réaliser puisqu'en général, les messages au format MT sont moins riches que leurs équivalents au format ISO 20022. (4) un utilisateur ISO 20022 transmet un message à un utilisateur MT, donc qui n'a pas encore migré. Dans ce cas, il existe un risque de perte partielle de données lors de la conversion d'ISO 20022 en MT. Pour limiter ce risque, SWIFT a proposé de définir les éléments de données essentiels pour permettre un traitement automatisé, qui seront copiées dans les messages MT. Par ailleurs, une copie du message ISO 20022 original sera également fournie pour permettre un traitement manuel par les systèmes exogènes.

Vers une bascule sur ISO 20022 ?

Phase 2 : FULL. Tous les utilisateurs transmettent et reçoivent des messages au format ISO 20022.

Prochaines étapes

La consultation s'est achevée le 4 juin dernier et nous avons commencé les premières analyses. Cette consultation a obtenu un taux de réponse satisfaisant puisque nous avons reçu plus d'une centaine de réponses. Sur les vingt principaux marchés (Top 20) en matière de volume de messages, dix-neuf ont répondu et celui qui n'a pas répondu, l'a fait sciemment. Il s'agit en fait d'un marché où existe une forte concentration de grandes banques qui ont décidé de répondre individuellement. Par ailleurs, près de 75 % des

institutions financières majeures ciblées (Top 50) ont répondu.

Dans le domaine des paiements, les réponses sont clairement en faveur d'une migration dès 2021 avec une période de coexistence plus ou moins longue, selon nos premières analyses. En revanche, les réponses sont beaucoup plus difficiles à interpréter dans le domaine des titres, où nous avons globalement la moitié des réponses en faveur d'une migration qui ne pourrait avoir lieu qu'après celle des paiements. Si migration il y a, ce ne sera donc pas avant 2024/2025. Néanmoins, les messages ISO 20022 offrent des fonctionnalités qui n'existent pas en ISO 15022, ce qui est de nature à favoriser une adoption

anticipée dans certains domaines, comme l'exercice des droits de vote ou la gestion du collatéral et de la liquidité pour lesquels les traitements ne sont pas tous automatisés ni standardisés. Par exemple, l'*Eurosystem Collateral Management System (ECMS)*, la plateforme pour la gestion du collatéral des opérations de crédit de l'Eurosystem, utilisera la norme ISO 20022.

Nous devons encore aller plus loin dans le détail de notre analyse avant de faire une recommandation au conseil d'administration de SWIFT de septembre 2018, qui sera suivie de la publication d'un rapport final pour l'ensemble de la communauté des utilisateurs SWIFT en fin d'année.

Questions de la salle

Comment seront définis les éléments de données essentiels pour permettre un traitement automatisé qui seront copiés dans les messages MT lors de la conversion d'ISO 20022 en MT ?

Nous allons travailler avec l'industrie pour définir ces champs, qui existent aujourd'hui dans les messages MT et qui sont déjà utilisés. La principale difficulté consiste ensuite à récupérer les bonnes informations contenues dans les messages ISO 20022 pour les copier dans les messages MT correspondants. Néanmoins, il sera sans doute nécessaire de clarifier l'utilisation de certains messages MT avant de définir des règles de conversion afin de maintenir un haut niveau d'automatisation dans les traitements.

Comment allez-vous transmettre la copie du message ISO 20022 original à un utilisateur MT qui n'aura pas encore migré ?

Il faut savoir que la gestion de RMA (Relationship Management Application), obligatoire pour

toutes les banques, repose sur l'utilisation d'Interact qui permet l'échange de messages MX. Par conséquent, leur livrer des messages ISO 20022 ne devrait pas donc poser de problème technique.

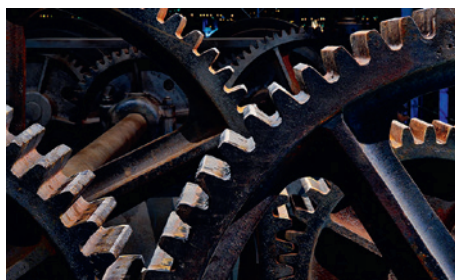
Quelles pénalités seront mises en place pour inciter les acteurs à migrer ?

Dans notre consultation, nous n'avons pas abordé le sujet des pénalités pour inciter les acteurs à migrer. Néanmoins, ce sujet figurera dans le rapport final qui sera publié en fin d'année 2018. Pour cela, nous devons regarder ce qui a été fait dans le passé. Nous avons réussi la migration d'ISO 775 vers ISO 15022 au début des années 2000 (les pénalités étant alors très élevées sur les six derniers mois). En revanche, nous sommes toujours en période de migration pour les fonds. Sur ce point, le conseil d'administration de SWIFT vient de décider d'intégrer les fonds dans la stratégie globale de migration vers ISO 20022 et ce, malgré les recommandations du *Funds Migration Advisory Group (FMAG)*, qui

s'était prononcé en faveur d'un arrêt des messages MT en novembre 2020.

La création de nouveaux messages MT (FIN) est-elle encore possible aujourd'hui ?

La création de nouveaux messages MT (FIN) requiert l'approbation du conseil d'administration de SWIFT. Et, de nouveaux messages MT peuvent toujours être créés si ceux-ci répondent à un besoin particulier de l'industrie. Dans le domaine des paiements, les derniers messages MT à avoir été créés sont les messages MT670 et MT671, en remplacement d'un message générique (MT094), dans le cadre des *Standing Settlement Instructions (SSI)*. Dans le domaine des titres, le message MT530, utilisé pour modifier le statut d'une instruction de règlement/livraison, a été créé au milieu des années 2000 afin de répondre à une demande d'Euroclear. La porte a toujours été ouverte et elle continuera de l'être. ■



Spécial Petit-Déjeuner

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 2428-0798

Directeur de Publication : Éric Dérobert

Rédacteur en chef : Éric Dérobert

Rédaction : Bruno Douvry

Réalisation : Café Noir

Photo : détail de « Modern Times » de Germain Plouvier, en partenariat artistique avec l'AFTI.

Les supports de présentation sont disponibles sur www.afti.asso.fr

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01 - Fax : 01 48 00 50 48