

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN, Président de l'AFTI

T2S : Rappel des grands principes et prochaines étapes

Mehdi MANAA, BCE

Table ronde 1

Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

Animateur :

Éric de NEXON, Société Générale Securities Services, Vice-Président de l'AFTI

Intervenants :

Patrick CRESUS, Exane
Didier HENRIOT, Air Liquide
Marc LEFÈVRE, Euronext

Table ronde 2

Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

Animateur :

Frédéric HERVO, Banque de France

Intervenants :

Pierre Dominique RENARD, LCH.Clearnet SA

Dominique LE MASSON, BNP Paribas, ACI France

Cyril LOUCHTCHAY de FLEURIAN, Euroclear

Mehdi MANAA, BCE

Table ronde 3

Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

Animateur :

Marc TIBI, BNP Paribas Securities Services

Intervenants :

Yvon LUCAS, Banque de France, membre du T2S Board

Pierre COLLADON, Société Générale Securities Services

Dan TOLEDANO, Euroclear

Éric DÉROBERT, CACEIS, Vice-Président de l'AFTI

Conclusion

Pierre DAVOUST, Direction Générale du Trésor

T2S : Quels atouts pour la Place de Paris ?

En partenariat avec



Éditorial

Lancé avant la crise financière de 2008, ce projet pour l'Europe qu'est T2S va se concrétiser alors que l'environnement a radicalement changé sous l'effet de la crise, d'une part, et des moyens mis en œuvre pour la conjurer, d'autre part. Alors que la sortie de crise semble se confirmer pour laisser la place à une situation dont le moins que l'on puisse dire, est qu'elle est incertaine, le maître mot est désormais la relance de la croissance en Europe. L'Europe a justement plus que jamais besoin de grands projets fédérateurs, en ligne avec l'agenda de Lisbonne pour finaliser la construction de son grand marché financier qui passera nécessairement par les infrastructures dont la marche en avant a toujours engagé la migration de l'industrie financière.

T2S, c'est le grand projet dont le règlement/livraison européen avait absolument besoin. Ce projet n'arrive pas seul à maturité. Il est accompagné d'un ensemble de réformes, certaines engagées et d'autres déjà réalisées telles que le raccourcissement du cycle de règlement/livraison de 3 à 2 jours, la migration vers les standards européens des opérations sur titres, la réforme des chambres de compensation et des dépositaires centraux.

Quelles améliorations l'industrie financière peut-elle attendre de la mise en œuvre de T2S ? Bien évidemment, une réduction des coûts de livraison en Europe. Deuxièmement, la capacité à mobiliser d'une part et à fluidifier d'autre part la circulation du collatéral. Troisièmement, une meilleure maîtrise des risques et notamment celui de non-dénouement. Et enfin une

rationalisation technique et opérationnelle de l'ensemble des structures du post-marché.

S'agissant d'une réforme de très grande envergure, les bouleversements que va entraîner T2S se feront sentir sur l'ensemble du post-marché et bien au-delà. Sa finalisation coïncide avec le lancement du Livre Vert de la Commission Européenne sur la construction d'une union des marchés de capitaux (CMU), laquelle devra s'appuyer sur une infrastructure financière et des intermédiaires performants en vue d'accroître les flux financiers en Europe.

S'agissant de la préparation de la Place de Paris à T2S, au titre de la première vague, celle de juin prochain, c'est la Banque de France qui gère la migration du marché français d'une façon générale, notamment pour les comptes espèces dédiés aux règlements des titres, les fameux DCA. La Banque de France gèrera également la gestion des liquidités pour les banques de paiement souhaitant ouvrir des DCA dès cette étape et ce, afin de bénéficier de l'auto-collatéralisation via une solution intermédiaire avec Monte Titoli.

Au titre de la seconde vague, prévue pour le printemps de l'année prochaine, la Banque de France coordonne avec Euroclear la migration du marché français dans le cadre d'un comité, le CCN T2S, le comité de coordination T2S. Cette instance vise entre autres, à faciliter le dialogue entre les acteurs du cash et du titre. ■

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

T2S : Rappel des grands principes et prochaines étapes

Mehdi MANAA

Head of Market Infrastructure Division
and T2S Programme Manager,
BCE

Qu'est-ce que T2S? Quel est le concept de T2S? Un élément très simple et très important. T2S est une simple plateforme technique. Ce n'est donc pas un CSD et ce n'est pas une entité opérationnelle qui livre des services aux opérateurs de marché. T2S est une offre faite aux CSD et aux Banques Centrales pour traiter leurs règlements livraisons, espèces contre titres en monnaie banque centrale, sur une plateforme technique commune pour l'ensemble des CSD et des banques centrales qui se joignent à cette initiative. L'objectif est d'harmoniser tous les processus de marché, en particulier pour la couche de règlement/livraison et de le faire en monnaie banque centrale. C'est un principe fondateur assez

important. Cela nécessite donc une collaboration entre les métiers titres et cash et entre les Banques Centrales et les dépositaires centraux qui se joignent à T2S.

T2S se limite donc à la couche de règlement/livraison. Tout ce qui est traitement des OST, tout ce qui concerne les services aux émetteurs éventuellement, reste à l'écart de T2S. Tous ces services à valeur ajoutée continueront d'être fournis par les dépositaires centraux et/ou les Banques Centrales pour la partie inhérente au cash.

L'Eurosystème, donc la Banque Centrale Européenne avec l'ensemble des Banques Centrales de la zone euro et en particulier avec les quatre Banques Centrales qui fournissent la partie purement technique de T2S (dont la Banque de France qui a un rôle d'opérateur du système). Nous développons T2S,

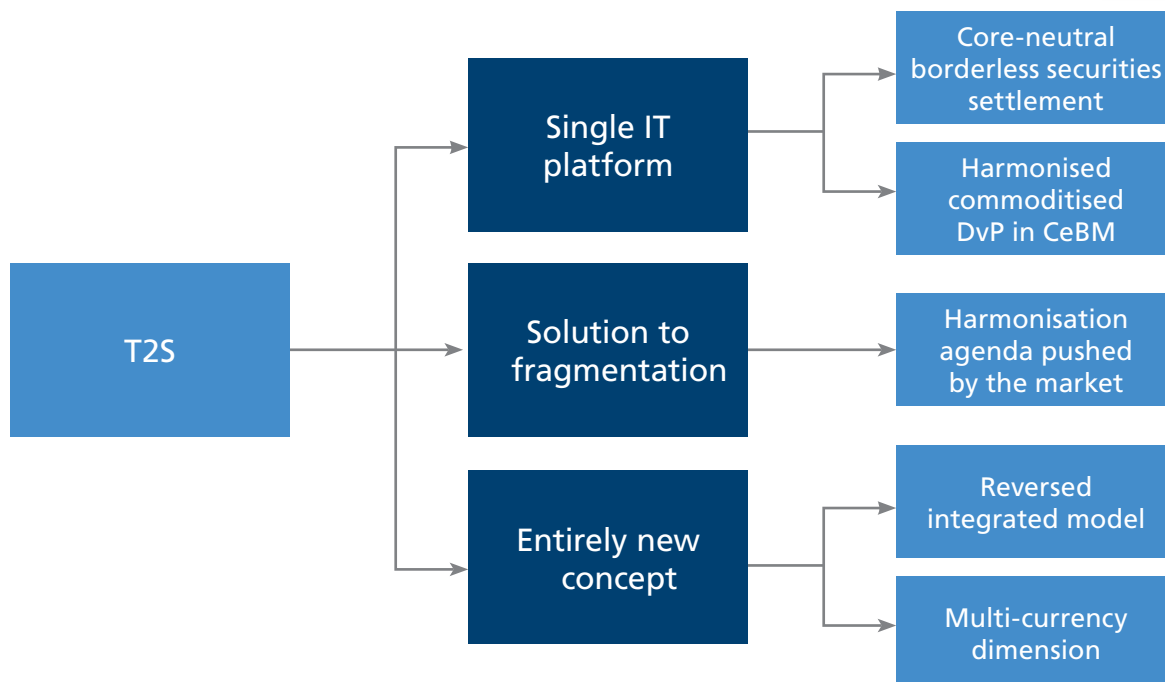
nous l'offrons au marché et puis nous serons amenés à l'opérer par la suite.

Yvon Lucas préside un groupe en charge de l'harmonisation dans le contexte de T2S. Les efforts de ce groupe vont bien au-delà de la couche purement règlement/livraison parce que tout est intimement lié. Une idée qui a rapidement émergé après le lancement de T2S à savoir limiter les efforts à la fourniture de plateformes techniques n'avait pas été suffisante pour apporter les bénéfices attendus et en particulier pour tout ce qui est relatif à la réduction des coûts pour le règlement/livraison. Il fallait aussi assurer un maximum d'harmonisation de l'ensemble des processus, telles les opérations sur titres, les émissions et l'ensemble des services autour du règlement/livraison.

What will T2S bring?



Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel



T2S : Rappel des grands principes et prochaines étapes

T2S est une plateforme qui doit être neutre vis-à-vis des différentes juridictions et vis-à-vis des différents pays. On cherche ainsi à traiter l'ensemble des places de manière équitable. T2S est clairement une solution à la fragmentation actuelle. Pour l'Eurosystème, il n'était en effet plus concevable de continuer avec un marché aussi fragmenté avec un dépositaire central par pays, incapable dans la majorité des cas d'interagir avec les dépositaires des autres pays. Il fallait donc absolument faire un travail dans le sens de la construction d'un marché européen unique. T2S est une réponse à cela.

T2S adopte le modèle intégré inversé, modèle que la Place de Paris connaît très bien. Ailleurs qu'en France, c'est quelque chose qui a eu du mal à s'implanter, mais c'est un élément important dans la construction de T2S.

Dernier élément qui a aussi son importance, c'est l'aspect multidevises. C'est un sujet initié par l'Eurosystème selon qui il n'y a pas de restriction à l'euro dans T2S qui est complètement ouvert et prêt à intégrer d'autres devises.

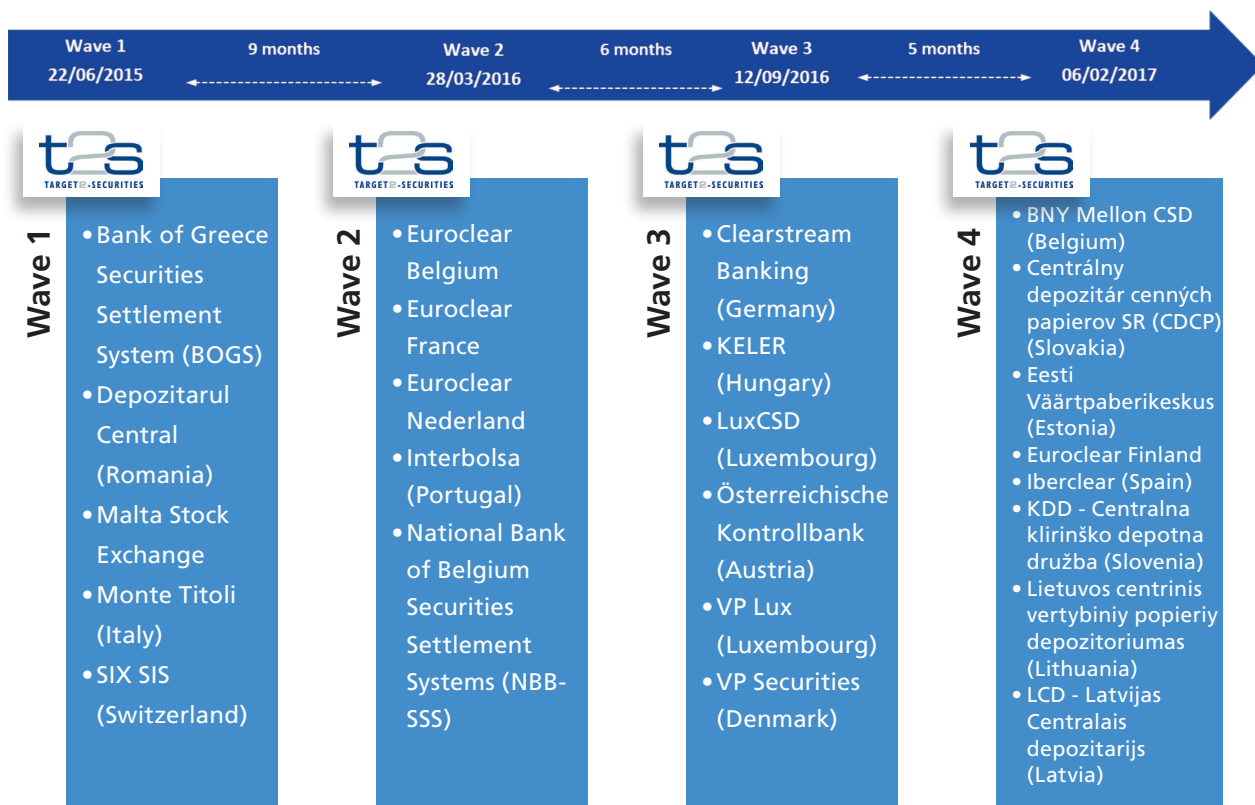
Qu'en est-il par rapport aux participants au marché ? T2S est principalement une plateforme technique offerte aux CSD et aux Banques Centrales. Les acteurs de marché continueront à avoir la même relation qu'aujourd'hui avec leurs fournisseurs pour les règlements livraisons et les aspects cash, à savoir le dépositaire central et la Banque Centrale. Ce que T2S apportera de nouveau, c'est la possibilité du choix. Avec T2S, les participants de marché pourront travailler avec le dépositaire central et la Banque Centrale de leur choix, ce qui n'est généralement pas possible aujourd'hui.

Quel est le contenu d'une manière plus concrète ? Qu'avons-nous réussi à réunir jusqu'à présent ? 24 CSD européens, cela représente quasiment la totalité du règlement/livraison pour la zone Euro. Il y a deux exceptions, une partie de la Grèce et Chypre. Pour les aspects cash, il y a bien sûr l'ensemble des Banques Centrales de l'Eurosystème. Mais il y aura aussi à partir de 2018, la Banque Centrale danoise qui offrira le règlement/livraison en couronnes danoises. Et bien sûr, nous resterons ouverts pour d'autres Banques Centrales, pour d'autres devises et d'autres dépositaires centraux qui exprimeront l'envie de se joindre à ce large groupe déjà constitué. Il y a déjà des candidats, principalement dans la zone scandinave avec la Suède et la Norvège. Ces deux pays ne devraient pas tarder à rejoindre T2S après le lancement.

Migration waves



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



T2S : Rappel des grands principes et prochaines étapes

Concernant la migration, Marcel a insisté sur la vague 1 et la vague 2. Nous avons quatre vagues de migration pour T2S. La première démarre effectivement le 22 juin prochain. Donc, c'est très proche. 100 jours, c'est demain. Les travaux sont largement lancés et les efforts de tests continuent de manière de plus en plus intensive. Chaque vague de migration va avoir ses propres enjeux et ses propres difficultés :

- La vague 1 : être les premiers, c'est toujours une difficulté à surmonter pour les acteurs, c'est aussi quelque chose d'important pour nous, c'est le moment de vérité pour T2S.
- La vague 2 aura son importance et ses spécificités parce que c'est là que nous commencerons à intégrer des marchés relativement larges. En termes d'activités, la Place de Paris en fera partie pour la partie titres avec Euroclear France.

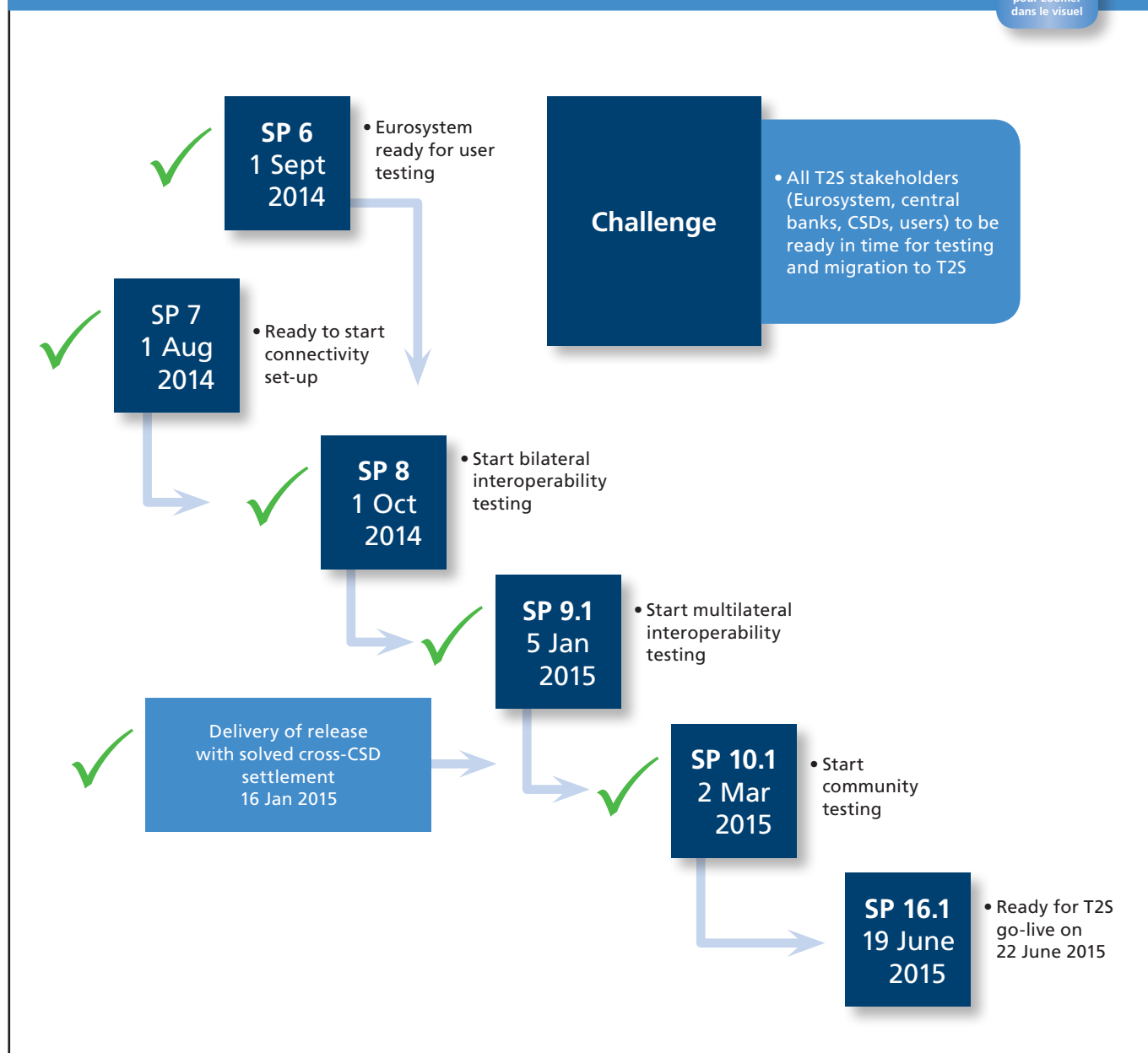
- La vague 3, c'est clairement la plus conséquente en termes de volumes.
- La vague 4, c'est la plus large en termes de nombre de dépositaires centraux.

Nous espérons qu'au fur et à mesure de l'avancement du projet, notre vie sera plus facile. Cela étant, il faudra apprendre à s'adapter et à s'organiser en fonction des spécificités de chacune de ces vagues.

Key milestones until go-live (wave I)



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



T2S : Rappel des grands principes et prochaines étapes

Quel est l'état des lieux ? Des points de synchronisation ont été établis. Ce sont des points que nous avons définis avec des dépositaires centraux et des banques centrales. Ce sont des moments clés dans le planning de T2S, que nous avons identifiés et qui nécessitaient une synchronisation dans tous les cas, une vérification sur lesquelles les parties, de part et d'autre, étaient en accord et prêtes pour les étapes suivantes. Les principaux que vous voyez ici, sont liés aux activités de test et de migration et vous voyez qu'il nous reste principalement pour la vague 1, une étape, qui n'est pas la moindre, c'est celle de la migration finale à T2S.

Au début du mois de Mars, nous avons commencé la dernière phase significative de test avec l'implication des acteurs de marché, donc les banques participantes, des dépositaires centraux et des banques centrales de la vague 1.

De manière plus générale, la phase de test ne va pas s'arrêter après le démarrage de la vague 1. Le marché français commencera à tester en tant que communauté d'Euroclear France un peu plus tard dans l'année. La phase de tests utilisateurs a commencé en octobre 2014 et elle nous mènera jusqu'à février 2017 pour la vague 4 et la migration des derniers dépositaires centraux à T2S.

Les dates de migration les plus pertinentes pour le marché français concernent la vague 1 et la vague 2. Pour ce qui concerne la vague 1, les tests avec le marché ont commencé le 2 mars et continueront jusqu'au 12 juin. En revanche pour la vague 2, ils continueront jusqu'au 11 mars 2016 avant la migration d'Euroclear France à T2S. Pour ce qui est du démarrage, il faut se tenir prêt pour mi-septembre de cette année, où vous aurez à tester de manière très active T2S et les services offerts par Euroclear France d'une part et la Banque de France d'autre part.

Je reviens sur les bénéfices attendus de T2S. Marcel a déjà dressé le tableau dans son introduction. C'est une solution à la fragmentation. La fragmentation ne veut pas forcément dire moins de CSD. On voit qu'aujourd'hui, il y en a davantage qui se créent, mais nous pensons que ce sera seulement une étape transitoire.

T2S crée donc clairement une nouvelle donne et offre de nouvelles possibilités pour l'émergence de nouveaux CSD mais aussi pour qu'il y ait un maximum de compétition entre ces différents CSD. Cette compétition aboutira certainement à une consolidation au niveau des dépositaires centraux également.

T2S va favoriser une économie d'échelle, qui par elle-même, devrait se traduire par une réduction des coûts. Les investissements qui se font aujourd'hui au niveau de chaque dépositaire central, de chaque place, devraient être un peu limités dans le futur parce que T2S offrira une partie majeure de la couche de règlement/livraison et de manière consolidée avec une centralisation des investissements sur un seul nom.

T2S va favoriser la suppression des barrières Giovannini, sachant qu'aujourd'hui il est très difficile d'interagir entre les différents pays et d'offrir des services efficaces en termes de règlement/livraison transfrontières.

T2S va permettre une réduction des prix et une réduction du nombre d'intervenants, ce qui devrait aussi amener une réduction des coûts de règlement/livraison.

T2S va aussi permettre la création d'un pool unique de collatéral. Cette innovation devrait entraîner de solides bénéfices compte tenu du coût représenté aujourd'hui par la mobilisation du collatéral et sa transmission d'un pays à l'autre.

Si l'on essaie d'allouer ces bénéfices par rapport aux intervenants :

- Pour les CSD - la Place de Paris a toujours eu la chance d'avoir une infrastructure moderne et efficace, mais c'est loin d'être le cas partout en Europe où certains CSD ont encore une offre un peu archaïque en termes technologiques - s'appuyer sur T2S, c'est un avantage important pour toutes ces entités qui cherchent à se moderniser et à offrir des services efficaces à leurs participants. Cela va permettre une économie d'échelle et moins de coûts d'investissements sur la maintenance des plateformes existantes au niveau de chaque CSD. Ce sont de nouvelles opportunités concernant les aspects transfrontières. Cela crée la pos-

sibilité d'offrir des services non seulement au niveau local mais aussi à travers toute la zone géographique T2S, et de réaliser des économies à long terme.

- Pour les utilisateurs, c'est la possibilité d'accéder à tous les marchés, de centraliser ses comptes titres chez un seul dépositaire central ou son compte espèces au niveau d'une seule banque centrale.

Tout cela devrait vous permettre d'organiser vos back-offices de manière plus efficace et correspondant mieux à vos besoins. Cela devrait permettre de générer une amélioration de l'offre et/ou aussi une réduction des coûts pour la maintenance de vos services de back-office.

Pour le marché de manière plus globale, soit au niveau national ou européen, c'est clairement plus de compétition qui devrait apporter des bénéfices pour notre industrie, et aussi des processus un peu plus sécurisés en particulier pour les aspects transfrontières. En tant que Banquiers Centraux, nous aimons tout ce qui est sécurité et ceci devrait amener clairement un peu plus de confort et un peu plus d'avantages sur le marché unique européen, qui serait prêt pour attirer des investisseurs même internationaux et dans tous les cas, servir l'Europe de manière plus efficace qu'elle ne l'est aujourd'hui.

Aldo SICURANI FÉDÉRATION FRANÇAISE DES CLUBS D'INVESTISSEMENTS

En pratique, est ce qu'à long terme, on sortira d'une situation curieuse aujourd'hui, qui fait que lorsqu'on achète des titres sur la bourse américaine, cela coûte moins cher que lorsqu'on les achète sur la bourse de Francfort ?

Mehdi MANAA

C'est clairement un objectif majeur et c'est quelque chose que nous allons suivre. C'est lié au coût de règlement/livraison. Les coûts de règlement/livraison aux États-Unis sont bien moindres que ce que nous observons en Europe, aussi bien au niveau national qu'au niveau européen de manière générale et nous ne parlons même pas du transfrontière. Les

T2S : Rappel des grands principes et prochaines étapes

écarts entre les États-Unis, marché unique et consolidé, et l'Europe sont très importants. Aux États-Unis, tout est centralisé, les volumes permettent de réduire les coûts pour les investisseurs finaux.

Avec T2S, l'objectif premier est de faire en sorte qu'il y ait des économies d'échelle réalisées, qu'il y ait plus de volumes et plus de dynamisme au niveau des marchés européens, donc un moindre coût pour les investisseurs, ce moindre coût devant créer d'une certaine manière un effet boule de neige. Des coûts moindres, c'est plus d'investissements, c'est plus de volumes ; ce qui permettrait de réduire les coûts encore plus. Pour ce qui est des aspects transfrontières, un investisseur français voulant acheter à Francfort, c'est au cœur de T2S.

Les purs coûts T2S pour un investisseur français achetant un titre français ou un investisseur français achetant un titre allemand seront exactement les mêmes.

Un des principes importants de T2S, c'est de traiter les aspects transfrontières comme les opérations nationales, aussi bien par rapport au processus technique que du point de vue des coûts que l'Eurosystème chargera au CSD. Nous traiterons et nous facturerons le même coût pour les opérations transfrontières et nationales. Les purs coûts T2S pour un investisseur français achetant un titre français ou un investisseur français achetant un titre allemand seront exactement les mêmes. Cela ne veut pas dire que le coût final et à court terme pour l'investisseur, sera exactement le même. Pour arriver à ce stade-là, il faudrait que le bénéfice apporté par T2S se propage petit à petit à travers toute la couche de règlement/livraison, mais c'est un objectif à terme que nous allons suivre petit à petit.

L'année dernière, nous avons pris l'initiative d'émettre un papier pour essayer d'étudier en particulier cet aspect-là : comment T2S va se propager à travers toute la couche de règlement/livraison, de l'émetteur à l'investisseur. C'est un des thèmes majeurs qui nécessitera notre attention dans le futur.

Question de la salle :

Dans ce nouveau paysage, où vont se situer Euroclear Bank et Clearstream ?

Mehdi MANAA

Vous faites référence à ce qu'on appelle les ICSDs. Les ICSDs ne sont pas reconnus en tant que CSDs, et donc pour nous, si je reviens à notre présentation, Euroclear Bank et Clearstream sont au niveau des participants du marché qui devraient passer par des dépositaires centraux afin d'atteindre T2S. Ils n'auront pas d'accès direct à T2S.

Dan TOLEDANO EUROCLEAR

En complément des propos de Mehdi Manaa : Euroclear Bank en tant qu'ICSD ne fait pas partie des CSD qui vont rejoindre T2S. Cependant, Euroclear Bank bénéficiera des avantages T2S. Aujourd'hui Euroclear Bank a des liens avec l'ensemble des CSD européens qui se joignent à T2S. Par le fait de T2S, Euroclear Bank va pouvoir présenter une offre harmonisée et consolidée pour ses clients, et indirectement, les clients d'Euroclear Bank bénéficieront également de l'arrivée de T2S. ■

Table ronde 1

Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

Animateur :

Éric de NEXON

Directeur des Relations de Place
du Métier Titres,
**SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
SECURITIES SERVICES**
Vice-Président,
AFTI

Intervenants :

Patrick CRESUS

Directeur des Opérations,
EXANE

Didier HENRIOT

Responsable Comptabilité
et Fiscalité Titres,
Direction du Service Actionnaires,
AIR LIQUIDE

Marc LEFÈVRE

Directeur Listings Europe,
EURONEXT

Éric de NEXON

Bonjour à tous,

J'ai l'honneur et le plaisir d'animer cette première table ronde à laquelle participent d'éminents experts d'horizons très divers

Cette diversité de participants prouve, s'il en était besoin, que la matière T2S intéresse de nombreux acteurs de la sphère financière et que ces derniers ont tous potentiellement un intérêt dans la mise en œuvre de la plateforme T2S

T2S n'est pas qu'une simple plateforme technique de règlement/livraison : elle l'est avant toute chose, mais elle est aussi beaucoup plus. En effet, il faut voir cette initiative de la BCE non pas comme un projet isolé, mais comme l'une des pièces maîtresses du vaste programme qu'est l'intégration des marchés financiers européens. À ce titre, combiné avec d'autres initiatives qui participent à la poursuite de cet objectif, et agissant en tant que catalyseur pour la réalisation de certaines d'entre elles, le projet T2S concerne et impacte une large part des acteurs financiers européens, au-delà du seul domaine du règle-

ment/livraison

Certains de ces acteurs, investisseurs, émetteurs, gérants d'actifs, intermédiaires sont représentés par les panélistes qui participent à notre table ronde. Ils vont partager avec nous leur vision de ce que sont, ou seront, les apports du projet T2S pour leur activité

Présentation des panélistes :

Didier HENRIOT est Responsable Comptabilité et de la Fiscalité Titres au sein de la Direction du Service Actionnaires d'Air Liquide. On ne présente plus Air Liquide, grande entreprise émettrice, membre des indices CAC 40 et Dow Jones, Euro STOXX 50, et qui a développé de longue date, une politique de forte proximité avec ses actionnaires tant individuels qu'institutionnels. Didier Henriot représente bien évidemment la sensibilité émetteurs.

Marc LEFÈVRE est Directeur du Listing en Europe d'Euronext, l'une des principales bourses européennes. Il est membre du Conseil d'Administration d'EnterNext (couvrant d'ores et déjà les 750 PME-ETI cotées sur les marchés d'Euronext), membre de la Commission Financement du MEDEF, et il préside le groupe listing de la FESE.

Il représente la sensibilité des marchés, mais aussi pour partie celle des émetteurs et des investisseurs en ce que le marché assure la rencontre de leurs intérêts réciproques.

Jean René GIRAUD, n'est malheureusement pas là. Il nous aurait parlé du marché des ETF. Peut-être accessoirement, pourrions-nous poser quelques questions à Marc LEFÈVRE sur sa vision du marché des ETF et à Patrick Crésus aussi qui nous donnera éventuellement sa vision sur le sujet.

Patrick CRÉSUS est Directeur des Opérations chez Exane

Il est en charge des middle et back-offices Intermédiation et Trading tant pour la partie Actions que pour la partie Dérivés. Exane est à la fois une entreprise d'investissement intermédiaire sur les valeurs mobilières et les

produits dérivés, mais aussi un gérant d'actifs. Il représente à cette table ronde les intermédiaires.

Je me tourne tout d'abord vers Didier Henriot qui a souhaité aborder T2S et ses apports sous l'angle spécifique de la relation instituée entre l'émetteur et ses actionnaires, sachant que celle-ci s'appuie en partie sur les intermédiaires et les infrastructures de marché

Didier Henriot, pensez-vous que la mise en œuvre conjointe du projet de Directive traitant notamment de l'identification des actionnaires, et du projet T2S est susceptible d'apporter des réponses pour une meilleure identification de votre actionnariat ?

Didier HENRIOT

Bonjour à tous et merci de nous avoir invités à cette table ronde en tant qu'émetteurs.

Air Liquide est émetteur mais également teneur de comptes, teneur de registre, centralisateur de son assemblée générale et de son programme d'attribution d'actions gratuites. T2S est un sujet connu d'Air Liquide. Nous en avons même parlé dans notre livret d'actionnaires l'année dernière sur 3 pages et Mehdi Manaa était intervenu. Ce n'est pas simple de parler de T2S à 500 000 personnes. C'est un sujet qui reste encore très technique pour beaucoup d'émetteurs.

Effectivement, j'ai lu à ce titre avec un peu d'inquiétude un Paper sur la « T2S review » où la représentante des « European Issuers » était dubitative, en tout cas sur T2S vis-à-vis des émetteurs.

Très clairement, la problématique d'Air Liquide, c'est l'identification de ses actionnaires, leur fidélisation et le développement à l'international. Air Liquide, c'est avant tout une histoire avec nos actionnaires, une histoire longue, une histoire surtout de développement et de fidélisation et un bon équilibre entre les actionnaires institutionnels et individuels. 37 % du capital d'Air Liquide est aujourd'hui détenu par les actionnaires indivi-

Table ronde 1 • Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

duels, ce qui n'est pas anodin et qui nous place sans doute en premier sur la Place de Paris. Mais peu importe la place, l'important c'est de maintenir demain avec T2S, cette proximité avec les actionnaires.

Air Liquide n'a pas de problème par rapport à la première phase d'implémentation qui est très claire. Air Liquide est extrêmement favorable en tant qu'émetteur à tout ce qui conduit à l'harmonisation européenne, tout ce qui conduit à faciliter les échanges.

Là où il y a un petit questionnement, c'est l'avenir du nominatif avec T2S. Il faut parler du nominatif parce qu'on n'en parle pas beaucoup dans toute la communication T2S. Pour nous, c'est un problème. Quand vous parlez d'identification des actionnaires, c'est le nominatif qui répond le mieux à la question. Demain avec T2S, nous nous posons des questions toutes basiques. Comment demain par exemple y aura-t-il des échanges entre le nominatif administré qui se trouve au Danemark et en France ? Quelles informations allons-nous recevoir ? Est-ce que nos BRN sur la Place de Paris vont être remplacés par des structures et des outils plus performants ? C'est basique comme question mais derrière il y a du très concret.

L'autre point important et positif celui-ci est bien entendu, le rapprochement de notre actionnariat de nos marchés géographiques. Je parle ici plus des actionnaires individuels car nos actionnaires institutionnels sont présents dans toutes les régions géographiques. Les actionnaires individuels, c'est très franco-français. À part nos actionnaires salariés présents dans nos différents pays, il y a peu d'actionnaires non-salariés et non-résidents. C'est un problème pour nous parce qu'il faut que l'on se rapproche de nos marchés géographiques.

Air Liquide est un groupe international présent dans 80 pays dans le monde. Il n'est donc pas normal qu'il y ait aussi peu d'actionnaires individuels sur nos grands marchés. T2S va faciliter l'accès à notre valeur pour beaucoup d'actionnaires individuels.

Nous faisons aujourd'hui un travail important et régulier pour nous rapprocher de nos investisseurs potentiels en Europe du Nord,

Finlande, Danemark, Belgique, pour leur parler de notre valeur et de l'intérêt du nominatif. Si demain, on arrive à développer des opérations « cross border » qui ne conduisent pas pour nous à une augmentation du pourcentage du nominatif, cela aura un intérêt un peu limité. Nous serons un peu frustrés.

En résumé, au regard de notre stratégie actionnariale visant d'une part au développement du nominatif et d'autre part au développement des échanges entre les différents marchés pour faciliter l'accès aux valeurs comme la nôtre, Air Liquide en tant qu'émetteur est à la fois optimiste et attend pour voir sur l'aspect nominatif.

Éric de NEXON

Très bien. Merci. Nous avons compris votre attachement au nominatif, à une très forte proximité avec les investisseurs notamment avec les investisseurs individuels et votre souhait de voir se développer cette relation sur vos principaux marchés.

Didier HENRIOT

Vous avez évoqué la directive européenne sur le droit des actionnaires. Très clairement, en tant qu'émetteur, Air Liquide est en désaccord avec certaines options prises par cette directive. Il est clair aujourd'hui, par exemple, que les émetteurs n'ont pas obtenu satisfaction pour faire en sorte que l'identification des actionnaires soit un droit inaliénable pour les sociétés. C'est un droit légitime de savoir qui est propriétaire de l'entreprise.

Aujourd'hui, la manière dont avance le projet et le retard pris dans sa mise en œuvre traduisent le manque de transparence. Nous regardons cela avec attention. Nous ne sommes pas plus inquiets que cela mais force est de constater que l'identification des actionnaires telle que le prévoit la directive européenne n'est pas complètement en accord avec ce que les émetteurs souhaitent.

Éric de NEXON

Très bien. Merci beaucoup.

Marc LEFÈVRE, pour une bourse importante et réellement paneuropéenne, quels avantages voyez-vous dans l'avènement de T2S dans

la zone Euronext à compter de mars 2016 puisque c'est sur la vague 2 que vont migrer les CSD, au moins une grande partie des CSD d'Euroclear ?

Marc LEFÈVRE

Il est important d'utiliser ce mot de bourse paneuropéenne puisque nous sommes la véritable et la seule bourse paneuropéenne. Le projet T2S accompagne sur le Post Trade le développement d'Euronext et vise au développement de marchés véritablement européens et paneuropéens plus intégrés et plus stables mais également plus ouverts sur l'international en facilitant les échanges « cross border » avec un pool de liquidité aussi profond que possible mais également des services innovants et au service de l'économie réelle.

Ce projet qui est une véritable révolution dans l'organisation du post-marché en Europe, permet l'harmonisation des processus, le renforcement de la concurrence entre les acteurs, la réduction des coûts des règlements/livraisons transfrontaliers au même niveau de ceux des règlements/livraisons domestiques.

Ce projet s'inscrit dans une phase extrêmement intéressante pour nos marchés.

L'année 2014 est une année véritablement de référence des marchés. Nous avons permis aux « corporates » cotées chez nous, (1 300 « corporates ») de lever 104 milliards d'euros, 54 milliards sur l'obligataire et 50 milliards en Equity. C'est un chiffre que nous n'avions pas atteint depuis des années.

En termes d'IPO, c'est bien évidemment une réouverture massive. Nous avons levé 10,8 milliards en une cinquantaine d'introductions, c'est-à-dire autant que pendant les 6 dernières années de 2008 à 2013. Les marchés sont donc réouverts. Depuis notre réimplantation dans les zones géographiques en Europe avec nos propres cotations sur nos 4 marchés, notre objectif est d'être un centre majeur de financement au service de l'économie et de l'économie réelle.

Concernant le projet d'intégration des marchés de capitaux en Europe, il est important de le rappeler, nous avons eu nous-mêmes,

Table ronde 1 • Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

ce type d'expérience avec la mise en place en 2009 du « Single Order Book » au sein de la zone ESES qui a été une expérience fantastique, très bénéfique en termes de qualité de marché, de liquidité et d'attractivité de notre modèle. C'est d'ailleurs une chose que nous mettons en avant pour attirer les sociétés cotées.

T2S est une véritable opportunité d'étendre potentiellement la portée de notre « Single Order Book » en termes d'émetteurs cotés mais également d'investisseurs. T2S va dans le sens d'un marché plus intégré, plus stable, plus transparent et plus efficace grâce à l'harmonisation recherchée, notamment sur les opérations sur titres. Plusieurs personnes d'Euronext travaillent tous les jours sur les opérations sur titres. Le développement d'une meilleure interopérabilité entre CSD est très important pour nous et elle conduira à davantage d'innovations liées aux économies d'échelle d'un marché plus large et à une compétition renforcée entre acteurs. Cette notion d'innovation pour une place est extrêmement importante.

Après, le libre choix du CSD par les émetteurs, le concept de passeport européen pour les CSD, couplé à la mise en œuvre d'un certain nombre de standards européens harmonisés sous l'égide de la BCE, vont créer les conditions de la mise en place d'une véritable zone paneuropéenne mais également créer plus d'opportunités pour les émetteurs avec un accès plus large aux investisseurs.

Quand on est coté, c'est bien une diversité de ses investisseurs que l'on vise, et pour ceux-ci, c'est un large scope d'instruments accessibles, une baisse des coûts des transactions et toute la problématique de la liquidité et du collatéral.

Ceci, évidemment, peut être lié au « Capital Market Union », lancé le 18 février sur lequel Euronext va beaucoup s'impliquer. L'objectif du projet est bien d'explorer tous les moyens de réduire la fragmentation des marchés financiers dont nous souffrons, diversifier ses sources de financement, renforcer les flux transfrontaliers de capitaux, améliorer le financement pour les entreprises, en particulier les PME ETI, ce que nous avons à cœur

de faire au quotidien à faire avec notre filiale EnterNext.

Il est important de répondre à la demande des investisseurs qui investissent dans nos économies et dans nos sociétés cotées sur nos marchés car elles souhaitent des règles plus harmonisées et une baisse des coûts « cross border ». Pourquoi l'importance de ces investisseurs internationaux ? Parce qu'ils sont majoritaires sur le marché.

La Place de Paris, ce n'est pas une place franco-française, c'est une place globale. Si on illustre par les chiffres, ce sont 75 % des investissements qui sont en provenance d'autres pays que la France. Si on fait un zoom sur le reste du monde, on parle des États-Unis 35 %, UK 16 %, Europe continentale 13 % et le reste du monde 12 %. On voit d'ailleurs que la partie des investisseurs français sur les actions françaises a baissé de 5 % au profit des Américains.

Notre Place est une place globale. Il est donc extrêmement important de faire tout ce qu'il est possible de faire et que T2S aille dans ce sens pour attirer les investisseurs internationaux et renforcer cette dynamique.

Si le marché des IPO s'est si bien réouvert en 2014, sachant que la tendance pour 2015 est très positive, c'est grâce au retour des investisseurs internationaux.

Éric de NEXON

Le marché porte des intérêts qui sont ceux des investisseurs, qu'ils soient d'ailleurs domestiques, européens ou internationaux et bien évidemment des émetteurs, qui eux cherchent des centres de financement. Dans le cadre de la CMU, nous voyons bien que l'on va pouvoir s'appuyer sur ce qui a déjà été développé dans le cadre de l'intégration des marchés financiers et qui va être amplifié par T2S et d'autres initiatives au profit des PME ETI, cibles de la Commission Européenne, qui considère que nous sommes là dans le financement de l'économie réelle.

On parle beaucoup de l'intégration du Post Marché mais on parle finalement très peu de l'intégration des plateformes de négociation. À un moment donné, cela devrait malgré tout

se réaliser dans l'intérêt à la fois des investisseurs et des émetteurs, parce qu'aujourd'hui, les émetteurs, pour toucher des bassins d'investissement, sont obligés d'aller sur une multitude de marchés avec des procédures différentes, et donc des coûts à la clé. Qu'en pensez-vous ?

Marc LEFÈVRE

Un accès renforcé aux investisseurs internationaux est très positif pour nos émetteurs dont l'intérêt est de rendre la Place encore plus attractive (la Place française ou la Place hollandaise etc.) pour permettre aux émetteurs étrangers d'être cotés sur nos marchés. Le projet T2S permettra de gommer des deltas. Nous avons aujourd'hui environ 160 émetteurs, non issus des 4 pays Euronext. T2S nous permettra d'aller plus loin.

Par ailleurs, la consolidation est loin d'être achevée. Notre modèle est le seul modèle véritablement paneuropéen. Le « Single Order Book » est une fantastique proposition de valeur qui pourrait intéresser d'autres bourses. C'est bien quelque chose de déclinable avec d'autres pays européens.

Aujourd'hui, la fragmentation de la liquidité est réelle puisqu'il y a plus de 160 places de trading en Europe. Cela a extrêmement complexifié le monde du trading. C'est un véritable bassin de concurrence et de complexité.

Didier HENRIOT

AIR LIQUIDE va au-delà de l'Europe. À titre d'exemple, les dernières émissions obligataires ont été réalisées en Asie notamment. Nous n'allons pas commencer à exiger ou à souhaiter un T2S mondial, restons déjà au niveau européen. Tout ce qui peut contribuer à faciliter les opérations au-delà de nos frontières va dans le bon sens.

Quand on regarde l'évolution des groupes français, on sait que ce sont l'Asie et les États-Unis qui se développent le plus.

Table ronde 1 • Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

Éric de NEXON

Patrick CRESUS, En tant que broker français, pensez-vous que T2S vous permettra de développer votre clientèle à l'étranger/de proposer de nouveaux produits ?

Patrick CRESUS

Exane est un broker français qui couvre les 15 principaux marchés européens. Nous avons à peu près 70 % de clientèle étrangère dans notre chiffre d'affaires. Nous sommes principalement implantés à Paris et à Londres.

Nous sommes un peu mal placés sur le projet T2S. J'ai essayé de mobiliser dans le groupe AMAFI sur les parties actions, dans les brokers forums pour savoir ce que pensaient les gens du projet T2S. La réponse qui a été faite à chaque fois : c'est un projet très technique, un projet très axé custodians et agents de settlement.

Comme cela a été dit pour les émetteurs, les brokers attendent de voir ce qui va réellement se passer. En revanche, nous avons supporté un petit coût du projet comme tout le monde, mais c'est tout à fait normal, dans le cadre des frais de règlement/livraison.

Exane a 3 métiers. Je n'en aborderai que deux. L'Asset Management, je n'en parlerai pas aujourd'hui. Nous verrons plus tard avec les évolutions de T2S et surtout l'offre de services que pourront proposer des groupes comme Société Générale et les « global custodians » sur la centralisation dans un Global custodian account avec des offres complètes de services d'asset servicing. C'est, à mon avis, un sujet compliqué mais qui se fera à terme pour des raisons de fiscalité et de gestion des OST.

Je parlerai de l'intermédiation actions et de l'intermédiation dérivés.

Sur l'intermédiation actions, Exane propose aujourd'hui les 15 marchés européens. Notre clientèle est essentiellement institutionnelle. Aujourd'hui, nos clients peuvent traiter sur n'importe quelle valeur cotée sur ces marchés. Il n'y a pas qu'Euronext effectivement, il y a beaucoup de places boursières et des « Dark Pools ». La fragmentation est relative-

ment importante. Aujourd'hui, notre clientèle attend un service de recherche de forte qualité, haut de gamme, une excellente exécution et donc l'accès à tous ces marchés. Nous donnons également des accès marchés via des contrats de DMA puisque chez les Asset managers, il y a de plus en plus de tables d'exécution.

Côté Middle Office, nous attendons des prestations de qualité qui seront jugées par les confirmations mais surtout par le dénouement des opérations.

J'ai déjà dit que notre clientèle est à 30 % française et 70 % étrangère. Sur cet axe « actions », a priori, à court terme, je ne vois pas comment nous allons pouvoir développer une nouvelle clientèle par rapport à ce projet. J'entends bien les nouveaux émetteurs. Aujourd'hui, n'importe quel client institutionnel qui souhaite acheter des actions européennes, que ce soit des actions françaises, anglaises, suisses ou autres dans le panel de T2S, est capable de le faire sur les différentes plateformes. Nous espérons que T2S va fluidifier les problèmes de règlement/livraison.

En revanche, Exane reste à l'écoute sur la partie actions concernant tous les projets des bourses, notamment ce que va faire Euronext, sur les ETF, sur les OPCVM et sur les opérations pour les ETI (même s'il peut y avoir des problèmes de recherche locale). Nous pensons que cela pourra être bénéfique, notamment la cotation des ETF. Sur l'intermédiation actions, je ne vois pas comment le projet T2S va nous permettre de nous développer par rapport à notre axe, aujourd'hui clientèle institutionnelle/couverture de 15 marchés européens sauf peut-être les pays de l'Est et les pays émergents, mais, ils ne sont pas encore tous prévus dans T2S comme cela a été précisé. Donc, pas d'axe sur le développement clientèle ni sur le produit à part ce que vont faire les bourses par rapport à T2S.

Sur la partie dérivés, Exane couvre plusieurs métiers/produits. Exane est intermédiaire sur les options notamment sur Eurex et sur Euronext. En Eurex, nous traitons notamment les options avec sous-jacents actions européennes. Dans ce cas précis, on peut avoir

un impact important en termes de fluidité de règlement/livraison lors des exercices d'assimilation où nous avons des coûts de « cross border » relativement importants lors des échéances trimestrielles. C'est un point important pour nous.

Sur les obligations convertibles, Exane fait du paneuropéen avec des émissions, Air Liquide et autres émetteurs. Nous avons une importante attente sur la baisse des coûts de règlement/livraison liés aux cross borders.

Dernier point sur lequel Exane s'est développée depuis plusieurs années sur cette partie « dérivés », les produits structurés. Là, est-ce qu'on attend une nouvelle clientèle ? Est-ce qu'on attend de nouveaux produits ? J'y reviendrai. Le fer de lance pour le projet T2S par rapport à nous, c'est également la réduction des frais de règlement/livraison. Concernant les produits structurés, comme notamment notre clientèle est très internationale, le coût de « cross borders » de nos émissions de produits structurés est très élevé.

Éric de NEXON

Concernant T2S, il y a des attentes assez fortes en matière de diminution des coûts. La fluidité est un objectif important. Dans les coûts, il faut intégrer celui du collatéral, et ce même si Exane a recours à un prestataire externe pour le gérer. Car ce coût doit bien se retrouver dans celui de la prestation.

Patrick CRESUS

Ce qu'on essaie de chercher au-delà du projet T2S c'est plutôt le projet MIF, les projets de réduction des coûts de Settlement. T2S permet de réduire les coûts des « cross border ».

Si je traite avec un autre broker, pour le règlement/livraison, je pourrai envoyer en fin de journée ses opérations dans une chambre de compensation. Ces opérations seront compensées par la CCP et nous verserons un collatéral. Cela a un coût effectivement sur le collatéral, un coût sur les fonds propres. En revanche, cela baisse sensiblement le coût de règlement/livraison. Idem pour toutes les opérations où nos clients nous passent des

Table ronde 1 • Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

ordres que nous dénouons, non pas au client directement mais avec leur prime broker dans le cadre des opérations de CFD. Là aussi, nous attendons beaucoup de cette transformation, de la novation de ces opérations vers une chambre de compensation pour diminuer le risque de règlement/livraison, le risque de contrepartie et le coût.

Éric de NEXON

D'accord même si l'effet « netting » peut effectivement jouer sur la baisse des coûts. Merci Patrick Cresus.

Je propose que nous revenions vers Didier Henriot. Donc vers les émetteurs.

En quoi le projet T2S et les projets de mise en place de standards, notamment sur les opérations sur titres et, puis en parallèle sur les assemblées générales peut-il favoriser un accès plus aisé à votre capital par les investisseurs étrangers ?

Didier HENRIOT

Il y a beaucoup de projets qui sont menés en parallèle de T2S, notamment les projets d'harmonisation sur les opérations sur titres, sur les « General Meeting Standards ». Sur le premier point, l'harmonisation H2D/HDR, je prends un exemple concret. Nous nous sommes posé la question de son impact sur nos opérations d'attribution d'actions gratuites. Aujourd'hui, nous n'envisageons pas d'accès plus aisé à notre valeur. Nous voyons plutôt dans ce projet d'harmonisation, des simplifications très importantes à attendre, qui vont dans le bon sens pour supprimer une série de travaux administratifs qui sont coûteux et qui ralentissent le processus.

Concernant le second point, « General Meeting Standard », le vrai problème constaté aujourd'hui est que c'est un véritable chemin de croix pour les actionnaires non-résidents porteurs pour voter. Alors effectivement, nous avons beaucoup parlé tout à l'heure d'identification des actionnaires. Il est très important que l'on ait le maximum d'actionnaires qui votent. Et là très clairement, tous nos actionnaires non-résidents, aujourd'hui ont des difficultés pour voter de manière simple. Il faut

donc développer des outils pour faciliter le vote. Même si ce n'est pas le sujet de parler aujourd'hui de VOTACCESS, il serait bon que le vote par internet soit le plus généralisé possible sur l'ensemble de l'Europe.

En attendant, il faut effectivement un processus beaucoup plus simple d'accès au vote pour l'actionnaire qui se trouve au bout de l'Europe. Parce que, encore une fois, derrière votre question sur le « General Meeting », pour nous, l'important c'est l'accès au vote

Pour une entreprise comme la nôtre, très attachée à la proximité avec ses actionnaires, l'assemblée générale, c'est le moment idéal pour qu'ils s'expriment, qu'ils valident la stratégie. Avec 37 % du capital entre les mains d'actionnaires individuels et 36 % de ce capital détenu au nominatif, cette proximité et cette diversité assurent à l'entreprise la stabilité, l'indépendance ; elle permet d'accompagner, pour une entreprise très capitalistique comme la nôtre, des investissements à long terme.

En résumé, l'objectif à atteindre est de faciliter ces deux importantes décisions qui sont d'acheter puis de voter.

Éric de NEXON

Merci. Nous pouvons dire finalement que l'intégration du marché, l'intégration des différentes infrastructures au travers des travaux d'harmonisation, doivent normalement à terme faciliter l'accès des investisseurs étrangers à des valeurs ayant jusqu'alors une connotation d'investissement domestique.

Je vais maintenant poser une question à Marc LEFÈVRE : quels sont les principaux axes de développement pour Euronext dans les années à venir et comment se positionnent-ils et s'articulent-ils avec la mise en œuvre de T2S ?

Marc LEFÈVRE

Peut-être avant, un petit zoom sur les ETF et les fonds. Le financement n'est pas uniquement régional contrairement à ce que certains croient, il n'est pas seulement national non plus, il est global et international. C'est pour cela qu'il est très important de toucher les

investisseurs internationaux et donc d'aller vers une harmonisation.

Sur les ETF aujourd'hui, nous avons ce même problème de fragmentation dont nous avons parlé précédemment. Un ETF peut être listé sur 21 bourses différentes en Europe contre 3 aux États-Unis et il n'y a pas moyen de consolider les liquidités ainsi que les données de marché à travers celles-ci.

Donc, il y a différents types de dispositifs « post trade » qui renforcent cette fragmentation et diminuent l'attractivité d'environnements boursiers « on exchange ». Il est indispensable d'améliorer les conditions de négociation des ETF en bourse, qui sont le prérequis pour une croissance continue et soutenue de cette activité.

À moyen terme, la tendance à la rationalisation du nombre de listings des émetteurs d'ETF se poursuivra, renforçant ainsi la compétition entre les bourses. Dans cette mouvance, il serait intéressant d'illustrer ce que certains grands émetteurs ont fait, Black Rock ou State Street, qui ont fait des efforts pour surmonter ces problèmes liés à la fragmentation « post trade » en utilisant la nouvelle structure de l'international sous laquelle un ETF sera émis et livré pour la première fois dans un CSD international, qui est le CSD Euroclear Bank. Cette solution améliore la liquidité transfrontalière et réduit les coûts opérationnels pour les investisseurs dans les ETF. Euronext a donc mis en place une procédure spécifique avec LCH.Clearnet SA et Euroclear afin de faciliter la cotation des ETF internationaux sur le marché. Black Rock a ainsi listé son premier ETF international sur Euronext Amsterdam en 2014 et State Street a transformé plusieurs de ses propres ETF listés en structures internationales.

T2S peut être vu comme une opportunité dans ce domaine, un véritable événement déclencheur de ce mouvement du fait de la création d'une zone domestique paneuropéenne avec un accès facilité à l'ensemble des investisseurs. Il est nécessaire de rappeler qu'Euronext se situe extrêmement bien dans ce domaine avec une vraie qualité de marché et des chiffres en forte croissance au cours des deux dernières années.

Table ronde 1 • Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

Peut-être un mot sur les fonds. Euronext gère déjà une plate-forme pour la négociation de fonds à Amsterdam depuis 2007 avec plus de 160 fonds correspondant à un encours de 12 milliards d'Euros en 2014. Euronext développe aujourd'hui en parallèle une offre de service à Paris sur les fonds ouverts suite à la mise en place du décret du 30 janvier 2014 qui permet l'admission aux négociations sur un marché réglementé ou sur un SMNO¹ avec une date prévisionnelle de lancement à la fin de 2015. Nous confirmons à travers cette offre une véritable volonté de travailler dans un environnement CSD avec notre partenaire de référence, Euroclear France plutôt qu'avec un modèle de « transfert agent » comme on peut le voir. C'est aussi toujours le cas à Amsterdam qui utilisera toujours le modèle de bourse classique. Cette offre va viser à créer un canal de distribution complémentaire afin de renforcer les capacités de distribution « cross border » des asset managers français en améliorant bien évidemment leur visibilité et en leur faisant bénéficier d'un modèle « On Exchange » et donc du réseau de membre d'Euronext. Nous avons plus de 200 membres actifs. Le modèle bénéficiera de la mise en œuvre de T2S qui permettra d'attirer de nouveaux membres plus facilement et qui facilitera le processus de distribution des fonds via une circulation plus large et un accès plus fluide.

Éric de NEXON

Une dernière question pour Patrick Crésus : Quelles sont ses principales attentes vis-à-vis de T2S et surtout quels risques peut-il anticiper dans la mise en œuvre de T2S ?

Patrick CRÉSUS

Nous attendons beaucoup effectivement des évolutions de marché sur la partie ETF et sur les fonds ou sur les ETI. L'important, pour que cela soit bien distribué notamment à l'étranger est qu'il faut une bonne recherche et des avis pour que ces actions ou ETF soient connues. C'est l'harmonisation globale et les efforts de tous qui permettront d'arriver à une augmentation de la volumétrie. Mon principal

point, c'est la baisse du coût de règlement/livraison des « cross border ».

Sur la partie actions, aujourd'hui, nous avons peu de « cross border » avec la clientèle institutionnelle. C'est assez rare effectivement qu'un client ait centralisé toutes ses actions européennes en Euroclear Bank ou Clearstream. Les clients ont leur conservation en local.

Sur les obligations convertibles, en revanche, nous avons des attentes avec T2S. Le marché est très fragmenté. Il y a d'une part, les brokers anglo-saxons qui sont plutôt conservés en Clearstream ou Euroclear Bank et les asset managers français ou internationaux qui sont soit en local soit en Euroclear Bank ou en Clearstream. Une opération sur deux sur les obligations convertibles est un « cross border ». Donc, avec T2S, on s'attend à une amélioration notamment en termes de prix.

Un autre point où Exane se développe beaucoup : les émissions de produits structurés. Nous émettons des produits structurés émis par Exane, soit en code FR ou CH parce que notre clientèle est très internationale. Là, les coûts sont très élevés. Cela n'a rien à voir avec les coûts de « cross border » sur les obligations convertibles. On espère sur ces produits qui sont en sous-jacent Euro, voir une augmentation du volume grâce à la diminution des frais.

Le deuxième point qui me paraît important et c'est une grosse attente, c'est l'efficacité dans le règlement/livraison et là je mets trois points en évidence : le premier, déjà évoqué, c'est l'harmonisation des cycles de règlement/livraison. Deuxièmement, la gestion des dénouements partiels. On le fait avec LCH.Clearnet SA. Dans les cycles de dénouements de nuit, les ordres sont découpés par le système de LCH.Clearnet SA pour obtenir davantage de dénouements et améliorer la fluidité. En cours de journée en revanche, entre le broker et son client, c'est difficilement faisable. Il faut un accord bilatéral, il faut ensuite modifier les instructions de règlement/livraison et malheureusement, beaucoup de clients institutionnels refusent de le faire. Ils préfèrent recevoir la totalité des titres en une fois. Or, ce point est bloquant

aujourd'hui parce que, comme on l'a dit sur la fragmentation des marchés, les titres ne vont pas arriver d'un seul marché mais de plusieurs. Pour pouvoir livrer le client, je dois attendre d'avoir une réception complète.

En faisant demain dans ce projet T2S, une parcellarisation dans le cycle, de mémoire, entre 14 heures et 15 h 30, cela va permettre de fluidifier très sensiblement le nombre de règlements/livraisons, le taux des « fails » va baisser sensiblement. A contrario, cela peut être une contrainte et une charge pour nos clients. Les brokers sont habitués à faire cette parcellarisation.

Dernier point, c'est la gestion des priorités. Aujourd'hui, chez les brokers, nous avons des opérations de blocs ou de grosse taille. Dans le système Euroclear, on ne peut pas mettre des priorités. Demain, nous pourrions le faire pour que ces opérations passent en priorité en termes de dénouement. Cela nous permettra d'avoir une gestion beaucoup plus efficace pour des clients qui nous demandent un taux de 100 % et qui refusent un « fail ». Je rappelle qu'aujourd'hui en termes de « fail », Exane, et je considère qu'on est un bon acteur et on se fait aussi aider par notre dépositaire BPSS grâce à des opérations de « fail coverage », parvient sur l'ensemble des marchés européens à 96 % - 97 % de taux de règlement/livraison en settlement date théorique. On arrive à 99,99 % en settlement date théorique +1. Il nous reste encore 3 points à gagner donc des points qui pèsent en termes de capitaux et de suspens.

D'un autre côté, j'ai deux risques : la parcellarisation, c'est l'effet positif. J'ai toutefois une crainte que la parcellarisation entraîne beaucoup plus de règlements/livraisons et que les dépositaires et les CSD nous facturent beaucoup plus, même si le prix du dénouement local et le prix du cross border seront exactement les mêmes. Mais je devrais avoir une augmentation par le biais de la parcellarisation de façon importante du nombre de règlements/livraisons. J'attends des réponses de la part d'Euroclear et des autres CSD.

Deuxième point si je me place à terme, je pense que T2S va pouvoir, avec les global custodians, apporter une offre de service pour les clients institutionnels et ainsi regrouper

¹ Système Multilatéral de Négociation Organisé (Alternext, Bondmatch, Galaxy) – Décret 2014-87 du 30 janvier 2014.

Table ronde 1 • Vision des émetteurs/originateurs et échange sur les ETF, les eurobonds et les fonds

tous les stocks à un endroit précis. Nous avons posé la question à notre dépositaire BPSS : si demain dans mon compte 550, je vous mettais les actions italiennes, allemandes et de toute l'Europe ? La réponse qui m'a été faite : il faut attendre l'évolution des offres de services et notamment les évolutions en termes de fiscalité et d'OST. Néanmoins, je pense que cela sera la tendance du marché. Mon problème est que cette centralisation des actifs entraînera potentiellement des problèmes d'instruction de règlement/livraison. Il sera donc primordial que nos clients nous préviennent a priori et non pas a posteriori, une fois que la transaction est effectuée, qu'ils ont changé d'instructions de règlement/livraison.

Il est donc très important comme dans T+2, je le disais l'année dernière, que nous disposions d'une base européenne voire mondiale. Européenne, serait déjà bien, maintenue par les dépositaires et les clients afin d'éviter une augmentation des fails sur les dénouements.

Joël MERERE à Didier HENRIOT

Bonjour, je pose la question en tant que membre du T2S Board. Vous avez dit attendre de T2S, un accès plus facile des investisseurs non-résidents à vos actions au nominatif. Effectivement T2S peut apporter beaucoup de ce point de vue là. Néanmoins à un moment donné, il y a une espèce de limite qui est en fait, l'existence encore aujourd'hui d'une non-harmonisation des procédures du nominatif en Europe, c'est-à-dire que les modalités techniques de mise en œuvre du nominatif ne seront pas les mêmes et là, évidemment il y a une contrainte très forte qui n'est pas technique. Est-ce que vous pensez aujourd'hui, qu'une harmonisation de la mise en œuvre du nominatif en Europe est quelque chose de réaliste ? Quand je dis réaliste, j'évoque beaucoup de sujets touchant au droit des sociétés etc. qui peuvent effectivement être difficiles à mettre en œuvre. Donc pour vous, est-ce que c'est quelque chose de réaliste ?

Didier HENRIOT

C'est indispensable parce qu'on a, effectivement, le sentiment que le nominatif, c'est un mode de détention moderne. On ne l'appelle, peut-être, pas nominatif dans tous les pays du monde mais il faut que l'émetteur ait la capacité d'identifier au mieux ses actionnaires.

Que le mode de détention nominatif soit aujourd'hui prisé en France ou moins dans d'autres pays, c'est une anomalie du système. Il faut une promotion plus importante du nominatif.

Derrière votre question, je pense que vous parlez de la difficulté technique. N'étant pas un spécialiste des infrastructures métier, j'aurai plus de mal à vous répondre. Je crois avoir dit tout à l'heure que nous avions un petit doute par rapport à T2S. Je suis peut-être un peu excessif, mais j'ai lu quand même beaucoup d'articles sur T2S ces dernières semaines et presque rien n'était écrit sur le nominatif. Ce n'est pas forcément anodin. Le nominatif est complètement oublié.

Nous ferons tout notre possible pour faire en sorte que l'harmonisation du nominatif soit une opération réaliste. Je ne suis pas sûr qu'il y ait d'autres émetteurs qu'Air Liquide dans la salle. Donc même si je parle aujourd'hui beaucoup du nominatif, je ne suis pas certain que le sujet intéresse la majorité d'entre vous à part, sans doute, les mandataires d'émetteurs qui sont présents. Mais il faut quand même bien comprendre que c'est essentiel aux yeux des émetteurs. Aujourd'hui, on discute beaucoup dans les associations professionnelles avec d'autres émetteurs ayant des pourcentages d'actionnaires au nominatif très importants. Nous sommes tous sur la même longueur d'onde. Nous ferons le lobbying nécessaire en France pour faire en sorte que cette harmonisation se fasse. Merci de remettre le sujet sur la table.

Il y a d'autres freins à l'accès au capital. Il y a, par exemple, un sujet dont nous n'avons pas parlé, c'est l'harmonisation fiscale. Aujourd'hui, l'absence d'harmonisation fiscale est un obstacle important à l'accès au capital pour certains actionnaires étrangers.

Marcel RONCIN

Voici un beau chantier. Il y a des raisons concernant les différences d'un pays à l'autre. Il y a du pratique, du juridique, de l'institutionnel et le poids du passé. Ne perdons pas de vue que le nominatif est loin d'être majoritaire dans le pays. Il y a également une question de coût pour l'ensemble des intermédiaires.

Cela étant, vous posez une bonne question, vous évoquez VOTACCESS aujourd'hui. Il faut en effet que VOTACCESS puisse trouver des relais dans d'autres pays. Nous avons fait des études qui concluent à ce que vous dites, à savoir que dans un certain nombre de pays, la démarche a été entreprise mais la situation est tout à fait différente.

Je donne la parole maintenant à la deuxième table ronde qui va se préparer au moment où nous félicitons et remercions les animateurs et participants de la première. ■

Table ronde 2

Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

Animateur :

Frédéric HERVO

Directeur des Systèmes de paiement
et des infrastructures de marché,
BANQUE DE FRANCE

Intervenants :

Pierre Dominique RENARD

Executive director, Chief of staff,
LCH.CLEARNET SA

Dominique LE MASSON

Responsable de la trésorerie Centrale,
BNP PARIBAS
et présidente de l'ACI France

Cyril LOUCHTCHAY de FLEURIAN

Head of Collateral Management & Securities
Financing Products,
EUROCLEAR

Mehdi MANAA

Head of Market Infrastructure Division
and T2S Programme Manager,
BCE

Frédéric HERVO

Le président Marcel RONCIN évoquait dans ses propos introductifs la nécessité d'un bon dialogue entre les métiers titres et les métiers espèces (les métiers cash). C'est une recommandation à laquelle je souscris tout à fait, et je crois que cette conférence y contribue puisqu'après une première table ronde qui a été très largement dédiée à l'impact, aux bénéfices de T2S pour l'ensemble des métiers titres, nous allons avoir une 2^e table ronde qui va être consacrée cette fois-ci aux problématiques de gestion de trésorerie et aux conséquences de T2S en la matière.

Le caractère sous-optimal de la situation actuelle pour la gestion cash a été identifié de longue date, notamment par les barrières Giovannini dès la fin des années 1990. L'absence d'harmonisation des procédures de règlement/livraison et l'inefficacité des procédures de règlement/livraison transfrontière ont des conséquences en termes de fragmentation de la liquidité pour les banques.

Avec Target puis Target 2, les Banques Centrales ont contribué à faciliter la gestion de trésorerie pour les paiements, mais l'absence d'harmonisation du règlement/livraison en monnaie de banque centrale reste un obstacle important pour permettre une meilleure optimisation de la gestion espèces. Comme cela a été rappelé en introduction, l'objectif de T2S est d'offrir beaucoup plus d'options en matière d'organisation de la gestion espèces, y compris la possibilité pour un intervenant de régler sur un seul compte ouvert avec une Banque Centrale, l'intégralité de ses opérations de règlement/livraison, avec tous les CSD qui vont participer à Target 2 Securities. C'est donc une évolution très importante qui devrait changer la donne.

À la gestion de trésorerie est étroitement associée la gestion de collatéral. Ce sera bien sûr un sujet important pour notre table ronde. La Place de Paris a mis en place de longue date des dispositifs qui permettent d'optimiser la

gestion de collatéral dans le cadre du règlement/livraison. Le dispositif d'auto-collatéralisation qui aujourd'hui est loin d'exister dans l'ensemble de l'Europe, a été inventé dans l'ancien système RGV. Cela fait maintenant près de 20 ans que ce dispositif fonctionne et permet d'optimiser le collatéral lié au règlement/livraison. Il est donc intéressant de voir comment cette fonctionnalité inventée par la Place de Paris va être reprise et étendue dans l'environnement T2S, et d'une manière plus générale, en quoi T2S va accompagner et faciliter l'optimisation et la gestion de collatéral. Il y a donc beaucoup de questions importantes concernant l'impact de T2S sur la gestion de trésorerie, sur la manière dont T2S va effectivement accompagner les services de nos grands acteurs de Place pour leur clientèle et faciliter leur propre gestion de trésorerie et de collatéral.

Pour traiter de ces questions, nous avons 4 intervenants :

- Mehdi MANAA pour la BCE ;
- Pierre-Dominique RENARD qui remplace Christophe HEMON et qui va représenter la chambre de compensation LCH.Clearnet SA.
- Cyril LOUCHTCHAY DE FLEURIAN, responsable Collatéral Management & Securities Financing Products pour Euroclear
- Dominique LE MASSON, qui va intervenir à deux titres, à la fois comme responsable de la trésorerie centrale de BNP Paribas et présidente d'ACI France.

Pour commencer cette discussion je vais me tourner d'abord vers Mehdi Manaa avec deux questions :

- 1 - Quelles sont les grandes fonctionnalités de T2S qui ont pour objectif de faciliter la gestion, l'optimisation de trésorerie et de la liquidité ?
- 2 - Du point de vue Banque Centrale, en quoi T2S est-il un complément de Target 2 pour permettre une meilleure gestion de liquidité en zone Euro ?

Table ronde 2 • Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

Mehdi MANAA

Merci Frédéric, je vais peut-être mélanger un peu les deux questions voire les intervertir. En quoi T2S complète-t-il Target 2 ?

Target 2 en lui-même a amené beaucoup d'avantages pour l'Europe, pour les aspects espèces en premier lieu, c'était une réelle avancée après le système Target qui n'était, dans tous les cas, pas un système unique européen, mais qui permettait d'interagir entre les différentes Banques Centrales.

Target 2 a amené la possibilité d'avoir un système unique et commun à l'ensemble des Banques Centrales et donc a priori avec l'idée de fournir les espèces de manière harmonisée à l'ensemble des acteurs européens.

Nous avons rapidement constaté que ce n'était pas le cas de manière générale. Ainsi, l'interaction entre les aspects titres et les aspects espèces illustre la différence de modèle entre le modèle intégré et le modèle interfacé.

Depuis l'introduction de RGV, la France a toujours vécu avec le modèle intégré, où les titres et les espèces étaient sur la même plateforme. C'était une quasi-spécificité française, la possibilité d'avoir le même modèle ailleurs qu'en France, étant freinée par certains aspects culturels ou juridiques. En conséquence, nous avons constaté que cet objectif de traiter de manière équitable et unique l'ensemble des acteurs pour les aspects espèces n'était pas atteint, d'où l'idée du modèle intégré inversé. Puisque dans certains pays il y avait un obstacle pour fournir de la monnaie banque centrale dans les systèmes de règlement/livraison, l'idée de T2S était d'inverser la logique et de dire, amenons le règlement/livraison des titres dans le système des Banques centrales pour entre autres offrir la possibilité du modèle intégré à l'ensemble de l'Europe. Pourquoi ? Parce que tout le monde était en tout état de cause d'accord sur le fait qu'un modèle intégré était largement plus efficace qu'un modèle interfacé d'un point de vue sécurité et d'un point de vue efficacité dans la gestion de la liquidité.

À partir de ce moment-là il n'y a plus beaucoup de surprises, compte tenu que T2S est

un modèle intégré, nous retrouvons les spécificités et les fonctionnalités nécessaires pour faire fonctionner de manière efficace ce type de modèle, à commencer par l'auto-collatéralisation, qui est au cœur du système T2S et qui permettrait de gérer comme vous le faites aujourd'hui avec Euroclear à la Banque de France, votre liquidité et vos besoins de financement au niveau des titres de manière plus appropriée et dynamique que ce qu'il est possible d'obtenir avec un modèle interfacé.

Il existe d'autres mécanismes d'optimisation, pour minimiser vos besoins de financement et de liquidité et faire du netting entre différentes opérations. Un peu plus tôt ont été mentionnés les mécanismes de partielling des règlements/livraisons en particulier pour les CCPs mais pas uniquement, qui vont être mis en place au niveau de T2S.

Quelles sont les nouveautés de T2S que vous ne connaissez pas aujourd'hui sur la Place de Paris ? Une première nouveauté vient de la gestion de la relation entre les différents intervenants de marché, les payments Banks et leurs clients. Avec T2S, nous introduisons une nouvelle couche d'auto-collatéralisation, pas uniquement entre la Banque Centrale et les fournisseurs de liquidité, mais aussi entre ces fournisseurs de liquidité et leurs clients. A priori, il y a moins d'attraits exprimés par les banques françaises pour ce type de fonctionnalités, mais chemin faisant, peut-être découvrirez-vous aussi d'autres avantages de ce type de mécanisme.

L'autre principale nouveauté est la suppression du lien 1 pour 1 entre les Banques Centrales et les dépositaires centraux, qui devrait lever tous les problèmes de fragmentation de la liquidité aujourd'hui.

T2S vous offre la possibilité de centraliser vos espèces au niveau d'un seul compte espèces, et d'utiliser ce compte espèces pour tous vos règlements/livraisons chez tous les dépositaires centraux sans contrainte, et sans différence de traitement de ces espèces d'un dépositaire central à un autre, et inversement, de centraliser les titres au niveau d'un CSD tout en utilisant différents comptes espèces, mais ce type de modèle est a priori moins probable et moins attractif.

Frédéric HERVO

Merci Mehdi pour ce rappel et cette mise en perspective des services que T2S va offrir et qui, effectivement, vont faciliter la gestion de liquidité. Maintenant, je vais me tourner vers Pierre-Dominique RENARD. On sait LCH.Clearnet SA est une grande chambre de compensation d'instruments financiers paneuropéenne, qui propose non seulement des services domestiques mais aussi des services transfrontières, à la fois pour l'espace Euronext mais aussi plus largement, pour exemple l'activité de compensation sur la dette italienne. Deux questions pour présenter le point de vue de LCH.Clearnet SA :

- 1 - D'abord en tant qu'acteur paneuropéen, qu'est-ce que T2S apporte à une chambre de compensation comme LCH.Clearnet SA pour faciliter à la fois la gestion de liquidité, de collatéral mais aussi plus largement, la gestion des risques puisque c'est le métier-cœur d'une chambre de compensation ?
- 2 - En quoi T2S peut-il avoir un impact et faciliter la mise en place ou le développement de nouveaux services, par exemple pour contribuer au développement du service €GC Plus qui associe la compensation de paniers de titres avec une gestion tripartite de collatéral et la possibilité d'un refinancement auprès de la Banque Centrale ?

Pierre-Dominique RENARD

Merci Frédéric. Bonjour à tous, tout d'abord un petit retour en arrière sur les raisons qui ont poussé LCH.Clearnet SA à prendre la décision d'être un DCP vis-à-vis de Target 2 Securities. Comme vous le savez, le board de LCH.Clearnet est assez international, une grande sœur et une maison mère basées à Londres pour lesquels T2S est un animal un peu étrange. Parmi les critères que nous avons mis en avant, celui qui a recueilli la plus grande attention, et à juste titre sans doute, était que cela permettrait une meilleure gestion de la liquidité de la chambre de compensation.

Table ronde 2 • Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

Lorsqu'on évoquait les impacts d'Emir, nous avons beaucoup parlé d'un potentiel « collatéral crunch » pour nos clients ou pour les clients de nos clients mais rarement des conséquences sur la gestion du collatéral des chambres de compensation elles-mêmes (ex : la couverture en matière de liquidité de la défaillance des deux plus importants adhérents compensateurs). En ce sens, T2S arrive à point nommé pour nous aider à fluidifier notre gestion de collatéral au niveau de la CCP.

Si nous regardons aujourd'hui comment nous fonctionnons à la fois sur les marchés Equities et sur les marchés des Repos, tout le paradoxe est que, bien qu'une chambre de compensation, par définition soit flat, en matière de positions et de cash, sur une journée donnée, au recyclage des suspens près, il nous est demandé par les CSD et (I) CSD d'injecter de la liquidité dans les plateformes de façon à pouvoir amorcer le processus de règlement/livraison. Aujourd'hui, nous sommes connectés en direct sur 5 CSD et de façon nominale, sur une journée classique, nous devons injecter chaque jour, y compris pour le cycle overnight, un montant de l'ordre de 700 M d'euros alors que la chambre est normalement flat sur la journée considérée.

Si on pousse plus loin dans des périodes de très forte activité, on parlera de chiffres qui sont sans doute supérieurs au milliard d'euros et pour reprendre des chiffres que Frédéric connaît bien pour nous avoir accompagnés pendant la période où nous avons géré la défaillance de Lehmann, la chambre de compensation est allée jusqu'à financer et injecter dans le système jusqu'à environ 5 milliards d'euros dans les plateformes de règlement/livraison.

Alors quand je dis les différentes plateformes de règlement/livraison, je devrais plutôt faire un focus sur celles qui ne bénéficiaient pas des avantages que nous allons avoir aujourd'hui avec T2S, c'est-à-dire celles qui ne pratiquent pas l'auto-collatéralisation sur les flux ou sur les stocks comme c'était le cas d'Euroclear avec lequel nous avons eu des montants beaucoup plus « raisonnables ».

L'un de nos objectifs aujourd'hui est effectivement de pouvoir rationaliser cette injection de

liquidités dans les plateformes de règlement/livraison. Nous n'allons pas avoir un seul DCA pour LCH.Clearnet, mais plusieurs, a minima deux, un pour l'activité cash Equity, et un pour l'activité Fixed Income. Dans la mesure où ce sont deux business lines complètement séparées chez nous il est important qu'on puisse traiter les aspects relatifs à la liquidité de façon indépendante.

Sur ce point, nous avons eu des discussions avec un certain nombre de nos clients sur ce qui va se passer très bientôt au moment de la vague 1 de T2S et les dénouements de la Dette italienne.

Nous étions habitués, avec Monte Titoli, qui n'a pas la même « qualité de dénouement », qu'un Euroclear par exemple, à faire ce que l'on appelle du shaping des opérations à envoyer au règlement/livraison. C'est-à-dire que pour une instruction de 400 ou 500 millions à dénouer pour un participant, nous avons pris l'habitude de découper ce montant en X instructions d'un certain nombre de millions. Le choix fait par Monte Titoli pour le démarrage de la vague 1 est de ne pas reproduire le schéma actuel du shaping, et en ce sens nous les suivons, puisque nous considérons que nous rentrons dans un univers que l'on connaît bien, le partialling, avec plusieurs cycles de dénouements partiels, et l'auto-collatéralisation sur flux et sur stocks, et qu'en théorie nous ne devrions pas subir de chocs de liquidité ni en overnight ni en intraday. Bien évidemment c'est un sujet que nous allons suivre de façon extrêmement précise durant les tout premiers jours du lancement de la vague 1.

Frédéric HERVO

Merci Pierre-Dominique. Pour poursuivre cette première discussion dans la table ronde, je vais me tourner vers Cyril LOUCHTCHAY DE FLEURIAN, avec deux questions :

1. Comment est-ce qu'Euroclear va accompagner ses adhérents en matière de services pour faciliter l'optimisation de la liquidité et du collatéral ?
2. L'optimisation du collatéral représente un enjeu très important, à la fois compte

tenu du changement de comportement des acteurs de marché mais aussi de l'évolution de l'environnement réglementaire, qui contribuent à une augmentation des besoins en collatéral. Dans ce contexte, que représente T2S pour Euroclear en termes de nouvelles opportunités pour développer les services de gestion et d'optimisation de collatéral ?

Cyril LOUCHTCHAY de FLEURIAN

Bonjour, Merci. C'est peut-être aussi l'occasion de faire un rapide point, sur €GC Plus, pour faire le lien avec les éléments qui viennent d'être évoqués. L'offre d'Euroclear ESES consiste notamment mais pas seulement, à structurer, créer, sécuriser des passerelles, avec l'environnement LCH bien sûr et avec l'environnement Banque de France. Donc quelque part, le triptyque formé par l'environnement Banque de France, LCH et Euroclear ESES constitue bien finalement la base du modèle continental, qui fait de la Place de Paris l'ossature de la gestion de la liquidité européenne dans T2S.

Finalement, le constat est relativement simple : la plateforme Euroclear ESES est la seule plateforme CSD en Europe à offrir un service d'auto-collatéralisation en monnaie Banque Centrale via un modèle intégré. Mehdi en a parlé tout à l'heure, sachant que ce modèle et ses fonctionnalités vont être étendus dans T2S et élargis à un environnement européen cross-CSD.

C'est ici qu'Euroclear dispose d'avantages compétitifs intéressants voire majeurs.

J'en ai retenu trois principalement. Le premier : la nature des services T2S est très proche du service actuel ESES et confère donc à Euroclear une longue expérience de la question : le sujet de l'auto-collatéralisation, sur stocks, sur flux, les substitutions, l'intégration de la communication avec la Banque de France ou la connexion à l'environnement triparty qui ne sont pas des sujets nouveaux.

Le second élément qu'Euroclear peut apporter concerne le scope de titres éligibles. L'idée est d'offrir sur la même base de titres, donc ECB éligibles et Eurobonds, un service interactif entre d'une part T2S et auto-collatéralisation,

Table ronde 2 • Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

et d'autre part le service triparty.

Le troisième élément que peut apporter Euroclear est finalement l'intégration de la gestion de la liquidité pour des besoins de règlement/livraison avec les différentes facettes de la gestion du collatéral, qui sont on le sait très bien, complexes. C'est donc plus de synergies avec, par exemple, les besoins de funding qui sont résolus en partie côté Banque Centrale ou côté triparty en connexion avec Euroclear Bank dont on connaît le poids et l'importance en matière de triparty.

Plus de synergies avec les besoins réglementaires et prudentiels. Je fais référence ici directement à la gestion, à la rentabilisation des buffers de liquidité dont on sait aussi qu'ils sont extrêmement importants pour les grands établissements bancaires, et puis la synergie avec des besoins de rentabilité purs c'est-à-dire de l'arbitrage, du gapping sur la courbe avec évidemment aujourd'hui une orientation résolument cross-asset. C'est un point extrêmement important qui permet de faire la synthèse schématiquement entre le monde Equity et le monde Fixed Income.

En ce qui concerne le deuxième aspect de votre question Frédéric, le lien entre liquidité et collatéral, je pense que répondre à cette question, c'est finalement montrer que l'amélioration de la gestion de la liquidité dans les systèmes de Place amène une meilleure utilisation du collatéral, c'est-à-dire finalement de l'huile dans les rouages en quelque sorte. Autrement dit, c'est montrer que l'imbrication de la gestion de la liquidité et celle du collatéral est de plus en plus étroite. Et c'est très clairement à l'image aujourd'hui des trésoriers des grandes institutions bancaires qui traitent communément du cash en blanc, mais Dominique nous en parlera beaucoup plus précisément tout à l'heure, de la liquidité unsecured avec des opérations de repo bilatéral ou de triparty, ou de la liquidité sécurisée. L'offre de liquidité aujourd'hui, c'est typiquement le renforcement à la fois de la robustesse et de l'efficacité de collatéral highway, donc l'offre globalisée de gestion du collatéral d'Euroclear.

Finalement nous partons de différentes phases en amont : On parle ici de la constitution, de la centralisation d'un pool de titres, physiques ou virtuels, en passant par les phases dites de transfert : Celles qui consistent à positionner le collatéral au bon endroit, au bon moment, au meilleur coût, avec un risque opérationnel limité, jusqu'à la phase en aval de monétisation de ces actifs, vers différentes contreparties, vers différents marchés ou différentes infrastructures, typiquement, accès au triparty, qu'il soit compensé ou pas, accès à la Banque Centrale, à la CCP pour des besoins de marge.

Voilà pour la réponse à ces deux questions, maintenant je voudrais faire un petit focus sur €GC Plus qui nous occupe activement depuis quelques mois, et je voudrais indiquer que nous, l'ensemble de la place nous commençons à avoir un certain nombre de cotations régulières sur l'instrument, autour de -0,10, -0,12 pour des dates courtes, overnight, spotnext et semaine pour des montants variant de 100 à 400 millions avec, point également important, un nombre de participants qui, graduellement est en train de déborder l'environnement purement franco-français, ce qui est une excellente chose.

Tout cela pour dire que de notre point de vue €GC Plus est sans doute, par sa conception et ses fonctionnalités extrêmement étroites à l'écosystème du côté de la Banque de France, du côté de LCH pour la partie clearing et, aussi Euroclear pour la partie triparty auto-select, un des meilleurs outils actuels de gestion aussi bien de la liquidité que du collatéral aussi bien tourné vers l'interne, intragroupe, pour les établissements les plus importants, que vers l'extérieur.

Frédéric HERVO

Merci beaucoup Cyril, pour terminer cette première partie du tour de table, je vais donner la parole à Dominique Le Masson avec là aussi deux questions.

1- Une première posée à la responsable de la Trésorerie de BNP Paribas c'est-à-dire du point de vue d'un grand établissement financier français et international : qu'est-ce qu'apporte T2S en termes de gestion de

trésorerie, de gestion de liquidité et d'organisation de cette gestion de trésorerie ?

2- Au titre de l'ACI France, en quoi T2S peut-il aider à fluidifier le marché du repo, à la fois en termes de gestion de liquidité et de collatéral ?

Dominique LE MASSON

Merci Frédéric. Avant de parler de ce que nous attendons de T2S, je voudrais évoquer rapidement quelques points importants, pour un trésorier « cash », du fonctionnement actuel du système de règlement/livraison.

Pour nous, le point principal, pour ce qui est de notre activité 'titres' sur le marché domestique, en ESES, est que nous fonctionnons dans un système de règlement/livraison en modèle intégré.

Dans ce modèle, nous profitons déjà de l'auto-collatéralisation, avantage indéniable pour un trésorier au niveau de la consommation de son cash.

En effet, l'auto-collatéralisation nous permet de limiter la consommation de notre liquidité intraday (sujet à la mode).

Si nous devons apporter dès le début de journée l'intégralité du cash nécessaire au déblocage des opérations sur titres, cela serait à la fois très coûteux en termes de liquidité et très difficile à gérer pour les trésoriers, d'autant plus que les régulateurs s'intéressent désormais de très près à notre consommation de liquidité intraday.

Deuxième avantage, un système de R/L de titres de modèle intégré, en 'monnaie Banque Centrale', est irrévocable, ce qui donne au trésorier une meilleure anticipation de son solde 'cash' de fin de journée, et lui permet ainsi de gérer sa caisse plus efficacement.

Pour résumer, pour un trésorier cash, ce système permet l'accès à un système titres « irrévocable », en temps réel, en « monnaie Banque Centrale » au coût, en termes de liquidité, d'un système net « révocable ».

Il y a un autre service, qui n'est pas lié au

Table ronde 2 • Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

règlement/livraison, et donc pas concerné directement par la migration à T2S, mais que je voudrais évoquer malgré tout, car pour nous il est le prolongement automatique du cycle de R/L, c'est le ramassage/ramassage+. Il nous permet, après l'étape de règlement/livraison, d'alimenter automatiquement notre Pool 3G. Nous allégeons ainsi la charge de travail de nos back-offices en supprimant tous les transferts unitaires, et le trésorier bénéficie plus rapidement de l'augmentation de sa ligne de crédit.

Si l'on se place à l'horizon T2S, chaque établissement ayant une activité différente, une organisation interne différente, il n'est pas possible de généraliser les avantages escomptés, mais pour ce qui nous concerne, en tant que Trésorerie, nous en attendons avant tout une centralisation de la liquidité que nous utilisons pour le règlement de nos activités titres, sur tous les marchés migrant à T2S.

Nous sommes contraints, pour le moment, d'apporter de la liquidité dans différents pays pour le règlement de différents systèmes 'titres', alimentant ainsi des poches de liquidité.

Une vente de titres, sur un marché domestique, nous apporte une liquidité difficilement utilisable pour l'achat de titres sur un autre marché domestique. Nous comptons, après le passage à T2S, fournir la liquidité à ces différents marchés à partir d'un seul compte cash, un seul DCA, ouvert dans les livres de la Banque de France (bien entendu). Nous espérons ainsi profiter de la 'mutualisation' de cette liquidité.

Une vente de titres sur le marché allemand, par exemple, nous permettra alors de financer l'achat de titres sur le marché français.

Nous comptons bien entendu, dans le monde T2S, continuer à bénéficier de l'irrévocabilité des dénouements et de l'auto-collatéralisation, pour l'ensemble des marchés concernés par T2S, et cela même pendant la phase transitoire. Certains marchés auront migré à T2S mais pas tous.

Pour résumer, T2S doit être pour nous avant

tout une opportunité. Opportunité car les banques françaises sont déjà familières des systèmes de R/L en modèle intégré, avec ESES, ce qui n'est pas le cas dans tous les pays, et elles devraient pouvoir s'adapter rapidement à leur nouvel environnement.

Opportunité pour la trésorerie car l'auto-collatéralisation et la mutualisation du cash utilisé pour le règlement des titres dans l'ensemble du monde T2S auront deux avantages :

- réduire la ponction de liquidité intraday
- faciliter le suivi de sa position espèces en ayant un seul compte DCA à suivre pour monitorer son activité 'titres'.

Mais le rôle du trésorier 'cash' ne se limite désormais plus à la gestion des espèces. Le fonctionnement du Pool 3G, par exemple, nous montre bien le lien entre les mondes 'cash' et 'titres'.

Désormais les opérations sur titres font partie intégrante des outils de gestion des trésoriers. De plus en plus sont actifs sur des produits de repo et tri-party repo, qui sont maintenant considérés comme des produits de gestion du cash. €GC+ est l'un de ces produits.

Maintenant, je vais évoquer l'autre aspect qui est l'ACI. L'ACI représente les trésoriers des banques françaises. L'ACI (Association Cambiste Internationale) France est responsable d'un groupe de travail au sein de Paris Europlace 2020, sur la modernisation du marché du repo. Christophe HÉMON et moi-même en partageons la présidence, ce qui veut bien dire qu'on considère aujourd'hui que les trésoriers sont vraiment partie prenante dans le monde des titres et dans le monde du repo.

Comme l'a évoqué Cyril et précédemment Pierre-Dominique, nous sommes extrêmement impliqués dans ce projet €GC Plus, nous participons activement à l'animation de la plateforme, nous essayons d'être très actifs et espérons pouvoir rallier énormément de participants à notre projet.

€GC Plus est un projet pour les trésoreries dont l'objectif est d'aider les trésoriers à gérer leur refinancement, en utilisant les titres, le repo et le reverse, c'est un outil qui a énormément d'avantages, l'interopérabilité, la facilitation des transactions avec la Banque de France à l'intérieur du pool 3G, et d'ailleurs nous avons un large soutien de la Banque de France sur ce projet. C'est donc vraiment un outil qui permet d'optimiser la gestion de trésorerie. Nous sommes extrêmement actifs à l'ACI, en tant qu'association dans ce développement et nous avons bien avancé sur ce sujet depuis quelques mois avec LCH et Euroclear et l'ensemble des groupes de travail. Voilà un aperçu des différents points de vue qu'on peut avancer sur ce sujet et sachez que nous sommes de grands supporters de ce projet et d'€GC plus.

Frédéric HERVO

Je retiens plusieurs idées importantes de ce tour de table. D'abord, le fait que T2S va permettre d'offrir plus de facilité, plus d'options pour le choix de la gestion de trésorerie et de son organisation. Cela a été bien mis en lumière par les différents intervenants. T2S va également faciliter la constitution d'un pool beaucoup plus concentré de collatéral et une substitution beaucoup plus fluide entre liquidité et collatéral. S'agissant des atouts pour la Place de Paris, plusieurs idées-clés ont émergé, d'abord le fait que Target 2 Securities dans son design, sa conception, rappelle assez fortement les systèmes de Place que l'on connaît depuis près d'une vingtaine d'années, notamment avec l'auto-collatéralisation dont le fonctionnement est familier pour la Place et qui va maintenant devenir une fonctionnalité commune pour l'ensemble de la plateforme européenne T2S, qui va également offrir des perspectives et un support au développement d'un certain nombre de projets importants de la Place par exemple pour €GC Plus, qui associe la chambre de compensation, le dépositaire central, pour la gestion tripartite de collatéral et la Banque Centrale pour l'accès au refinancement.

Avant de terminer cette table ronde, je propose à Pierre-Dominique RENARD de compléter sur la perspective de développement que T2S ouvre à €GC Plus.

Table ronde 2 • Optimiser la gestion de la liquidité services proposés par la Banque de France

Pierre-Dominique RENARD

Je vais rebondir sur deux aspects, la première chose sur les optionalités de T2S, que l'on compte utiliser indépendamment d'€GC Plus.

Il va y avoir une fonctionnalité dans Target 2 Securities, qui peut intéresser un certain nombre de nos clients, notamment les grands Custodians, c'est la possibilité d'utiliser la fonctionnalité Hold and Release. Autant sur le marché du Repo qui est un marché de dealers brokers, aujourd'hui il n'y a pas encore de clearing pour le compte de clients, ce sont des comptes maison qui sont toujours utilisés, et cela n'aura pas forcément grand intérêt, autant sur le Business Equities, je pense que c'est une fonctionnalité que l'on va offrir à certains de nos clients de façon à ce qu'ils puissent beaucoup mieux gérer, monitorer leur risque et notamment éviter ainsi le fameux tirage sur la masse.

La deuxième chose que je voudrais évoquer, c'est en corollaire de la possibilité offerte par Target 2 Securities de concentrer sa liquidité dans la Banque Centrale de leur choix, c'est que nous allons ouvrir progressivement cette possibilité à nos clients au niveau des titres et dénouer ainsi dans les CSD de leur choix sous réserve que les CSD en question soient qualifiés et aient la qualité d'« investor CSD » sur l'intégralité des titres qu'ils veulent dénouer dans ces CSD. Je referme la parenthèse sur ces deux optionalités importantes à mon sens dans la fluidification du Settlement.

Pour revenir à €GC Plus, il est clair que lorsque nous avons lancé le projet, un certain nombre de remarques nous ont été remontées par des participants sur des fonctionnalités ou des aspects relatifs à l'algorithme de risque ou bien sur la façon dont est calibré le Default Fund chez LCH.Clearnet. Sachez qu'on a très bien écouté ce que l'on nous a dit et que nous avons à ce jour quasiment finalisé la totalité des évolutions fonctionnelles ce qui devrait normalement rendre le service totalement attractif.

Avec Cyril, nous sommes très attentifs à l'élargissement à certaines valeurs qui pourraient être intégrées dans les paniers, et puis à quelques autres micro-ajustements sur

lesquels Cyril pourra revenir. Sachez qu'aujourd'hui le service tel qu'il a été défini notamment avec cette possibilité totalement unique d'utiliser l'intra-opérabilité entre le monde Euroclear Bank et le monde Euroclear France, ainsi que cette connexion avec la Banque de France - c'est pour cette raison que nous appelons ce service « collateral basket with pledge », et d'être en lien direct pour obtenir de la liquidité immédiate, monnaie Banque Centrale, grâce à 3G. Nous sommes proches d'un outil optimal, à charge pour nous et pour nos clients de le faire vivre activement !

Je rebondis sur ce que disait Cyril, il y a des cotations aujourd'hui sur les plateformes de nos principaux partenaires qui sont MTS et ICAP-BrokerTec, et donc aujourd'hui toutes les conditions sont réunies pour que nous ayons des volumes significatifs qui décollent.

Frédéric HERVO

Avant de conclure, peut-être la possibilité d'une ou deux questions, compte tenu du temps limité...

Intervention de la salle

Bonjour, Mouna Jabri, je travaille chez HSBC France, j'avais une question pour LCH, en parlant de l'arrêt de Chepine sur l'Italie. Monte Titoli migrant dès la vague 1.

Est-ce qu'il s'agit d'un choix de Monte Titoli ou plutôt de LCH ? Est-ce qu'on doit comprendre que cette décision est liée au fait qu'on aura la partiellisation dans T2S, mais on parle de fenêtres de partiellisation qui viendront plus tard dans la journée, donc à 14h et 15h45, avec une autre dans l'overnight.

Est-ce une décision temporaire au démarrage ou est-ce qu'elle sera pérenne ?

Pierre-Dominique RENARD

La décision est très clairement une décision de Monte Titoli. De notre 'fenêtre' LCH.Clearnet, nous savons que des mécanismes autour du partielling et de l'auto-collatéralisation devraient pallier ces problèmes potentiels. Hormis ce qu'on appelle les Same Day Repos qui sont dénoués en brut dans la journée, la

notion de partielling interviendra également dans la partie batch de nuit, ce qui fait que nous ne devrions pas faire face à des pics de liquidité, au matin lorsque nous arriverons à nos desks respectifs.

C'est un point que l'on va suivre de façon attentive en vérifiant que tout se passe normalement, et pour répondre une nouvelle fois à la question, c'est bien la décision de Monte Titoli et non celle de LCH.Clearnet.

Frédéric HERVO

Avant de laisser la place à la dernière table ronde, je souhaite apporter deux précisions. D'abord, la Banque de France va se mettre en situation de permettre à ses contreparties d'offrir le service d'auto-collatéralisation, dans les conditions les plus larges possibles en termes de titres qui seront effectivement éligibles. D'autre part, la Banque de France travaille pour permettre aux établissements, qui dès la vague 1 souhaiteront gérer leur liquidité avec la Banque de France tout en assurant une activité de règlement/livraison avec les dépositaires centraux migrant à T2S en vague 1, en particulier Monte Titoli, de bénéficier d'un service d'auto-collatéralisation déjà fonctionnel et automatisé, compte tenu de l'importance cruciale de cette fonctionnalité. À la longue, T2S permet d'offrir beaucoup plus d'options aux différents intervenants en termes d'organisation de leur gestion de collatéral et de liquidité. Pour être en mesure d'en exploiter au mieux tous les bénéfices, il est donc essentiel que tous les acteurs se préparent dans les meilleures conditions à migrer à T2S. Il faut en effet souligner que la migration à T2S est un projet dans le projet. ■

Table ronde 3

Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

Animateur :

Marc TIBIDirecteur des projets d'infrastructures, **BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES**

Intervenants :

Yvon LUCASConseiller auprès du Directeur Général des Opérations, **BANQUE DE FRANCE**
et Membre du T2S Board**Pierre COLLADON**Senior Adviser for Strategy for Market Infrastructures,
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES**Dan TOLEDANO**Director Product Management Europe - T2S, **EUROCLEAR****Éric DÉROBERT**Directeur de la Communication et des Affaires Publiques, **CACEIS**
Vice-Président de l'AFTI**Marc TIBI**

Bonjour à toutes et à tous. Je voudrais tout d'abord revenir sur les remerciements de Marcel qui concernent en fait tout le monde puisque finalement je ne suis que le représentant de la Place de Paris.

Et le fait de voir un amphi plein, n'est pas une surprise, mais au contraire une confirmation de l'engouement depuis 2006, de la Place de Paris pour le projet T2S.

T2S est un enjeu très important pour la Place de Paris compte tenu de l'importance de notre industrie post-marché et du poids de nos acteurs bancaires dans ces domaines-là. Depuis 2006 nous avons envoyé nos meilleurs représentants, et consacré beaucoup

T2S Harmonisation Dashboard
 Status : 08/07/14

 Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel

	ACTIVITIES – PRIORITY 1		DEFINITION	MONITOR	COMPLIANCE
1	T2S MESSAGES	T2S ISO 20022 messages	G	G	G
2		T2S mandatory matching fields	G	G	G
3		Interaction for registration	G	G	G
4		Interaction for tax info	G	G	G
5	SCHEDULE OF SETTLEMENT DAY		G	G	G
6	T2S CORPORATE ACTIONS STANDARDS		G	G	R
7	LEGAL HARMONISATION	Settlement finality I (moment of entry)	Y	X	X
8		Settlement finality II (irrevocability of transfer order)	G	G	G
9		Settlement finality III (irrevocability of transfers)	G	G	G
10		Outsourcing IT services	G	Y	X
11	SETTLEMENT DISCIPLINE REGIME		Y	X	X
12	SETTLEMENT CYCLES		G	G	G
13	CSD ACCOUNT STRUCTURES	Availability of Omnibus Accounts	G	G	B
14		Restrictions on Omnibus Accounts	G	G	G
15	T2S ACCOUNTS NUMBERING	Securities accounts numbering	G	G	G
16		Dedicated cash accounts numbering	G	G	G
	ACTIVITIES – PRIORITY 2		DEFINITION	MONITOR	COMPLIANCE
17	LEGAL HARMONISATION	Location of Securities Account/Conflicts of Law	R	X	X
18	CORPORATE ACTIONS MARKET STANDARDS	CA market (CAJWG) standards	G	G	Y
19	PLACE OF ISSUANCE		Y	X	X
20	TAX PROCEDURES	Withholding tax procedures	G	R	X
21	SHAREHOLDER TRANSPARENCY - REGISTRATION		R	X	X
22	MARKET ACCESS		Y	X	X
23	SECURITIES AMOUNT DATA		G	G	G
24	PORTFOLIO TRANSFER		Y	X	X

Table ronde 3 • Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

**T2S Market's compliance status
Mid-Year Harmonisation Update (July 2014)**

 Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel

	Priority 1														Priority 2	
T2S Markets	1 T2S messages ISO 20022	2 Mandatory Matching fields	3 Interaction with T2S (Registration)	4 Interaction with T2S (Tax Procedure)	5 Schedule of settlement day	6 T2S CA standards	8 T2S Settlement finality II	9 T2S Settlement finality III	12 Settlement cycle	13 Availability of omnibus accounts	14 Restrictions on omnibus accounts	15 Securities account number	16 Cash account number	18 CA market standards (CAJWG)	23 Securities amount data	
AT	G	G	B	B	G	R - ?	B	B	G	B	B	G	G	G	B	
BE – BNYM	G	G	G	G	G	G	G	B	G	B	B	G	G	Y	G	
BE Euroclear	G	G	B	B	G	R – Sep 2016	B	G	G	B	B	G	G	G	B	
BE – NBB-SSS	G	G	B	B	G	G	G	G	G	B	B	G	G	G	B	
CH	G	G	B	B	R – Mar 2016	G	Y	G	G	B	B	G	NA	Y	B	
DE	G	G	B	B	G	R - ?	G	G	B	B	B	G	G	G	B	
DK	G	G	B	B	G	R - ?	B	Y	G	B	B	G	G	G	B	
EE	G	G	B	B	G	G	B	G	G	B	B	G	G	Y	B	
ES	G	G	G	B	G	R - ?	B	B	G	B	B	G	B	G	B	
FI	G	G	B	B	G	G	B	B	G	B	Y	G	G	Y	G	
FR	G	G	B	B	G	R – Sep 2016	B	G	G	B	B	G	G	Y	B	
GR – BOGS	G	G	B	B	G	G	B	G	G	B	B	G	G	G	B	
HU	G	G	B	B	G	G	G	G	G	B	B	G	NA	R	B	
IT	G	G	B	B	G	R	B	G	G	B	B	G	B	G	B	
LT	G	G	Y	B	G	G	Y	Y	G	B	B	G	G	R	B	
LU – LUX CSD	G	G	B	B	G	Y	G	B	G	B	B	G	G	Y	B	
LU – VP LUX	G	G	B	B	G	R - ?	B	B	G	B	B	G	G	Y	B	
LV	G	G	B	B	G	Y	G	Y	G	B	B	G	G	G	G	
MT	G	G	B	B	Y	G	B	B	G	B	B	G	G	Y	B	
NL	G	G	B	B	G	R – Sep 2016	B	G	G	B	B	G	G	G	B	
PT	G	G	B	B	G	G	G	G	G	B	Y	G	B	G	G	
RO	G	G	B	B	G	R – Feb 2017	B	G	Y	B	B	G	G	Y	B	
SI	G	G	B	B	G	R – Feb 2017	G	G	B	B	B	G	G	R	G	
SK	G	G	G	B	G	G	G	G	G	B	Y	G	G	R - No info	Y	

de temps et de ressources à participer aux différentes réunions de la Banque Centrale Européenne. Plusieurs participants français et j'y reviendrai, participent à l'AG – l'Assemblée Générale T2S - qui est un peu l'organe de gouvernance centrale de Target 2 Securities, ce qui nous permet d'exprimer nos positions plus globalement.

Cela a été positif puisque, comme il a été rappelé, beaucoup de fonctionnalités T2S sont une réédition des fonctionnalités actuelles de RGV/ESES. On a vu au travers des deux précédentes tables rondes qu'il y avait beaucoup d'attentes sur les opportunités : qu'est-ce que va permettre T2S, des questions autour de l'avenir du nominatif et de l'après T2S. Mais ce qui est important aussi c'est de dire que T2S pour la zone Euronext, pour la France,

c'est le mois de mars 2016, dans 383 jours aujourd'hui. Il est donc important d'être prêts avant de parler d'opportunités, avant de dire ce que ça va changer. Il faut qu'on soit prêt à matcher le rendez-vous, le calendrier de la BCE, et à travailler finalement sur tout ce qui est prérequis pour réussir dans de bonnes conditions notre migration. Il est donc important de rappeler où se situe le degré de préparation de la France, des acteurs, des représentants des infrastructures, des principaux acteurs bancaires et de voir finalement quels sont les dispositifs qui vont nous permettre de réussir cette migration.

Pour en parler nous avons un panel de choix avec d'abord Yvon LUCAS qui est conseiller auprès du Directeur Général des Opérations

de la Banque de France, également membre du Board T2S, et parmi ses différents et nombreux mandats il est aussi président du Groupe d'Harmonisation de la Banque Centrale Européenne. Il est également président du French NUG (National User Group) c'est-à-dire qu'il est un peu la voix officielle de la France face aux interrogations de la Banque Centrale Européenne.

Pierre COLLADON, Senior Adviser for Strategy and Market Infrastructures à la Société Générale, lui aussi membre de nombreux groupes de travail BCE. Il est également animateur du MIG France et d'un groupe très important d'harmonisation qui est le Groupe Transfert de Portefeuilles sous l'égide de la Fédération Bancaire Européenne.

Table ronde 3 • Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

Dan TOLEDANO représente notre infrastructure préférée, Euroclear France, c'est « Monsieur T2S » chez Euroclear France. Il est Directeur Product Management et il nous détaillera le dispositif qu'a prévu et mis en place Euroclear pour accompagner la communauté française.

Enfin Éric DÉROBERT Directeur de la Communication et des Affaires Publiques chez CACEIS. Il fait partie des nombreux Français présents depuis l'origine sur le projet T2S. Il est notamment membre de l'AG T2S et du groupe de contact CSG qui permet également de porter la voix de la France dans ces instances. Pour commencer, Yvon Lucas, je fais appel au patron du Groupe d'Harmonisation de la Banque Centrale Européenne. Il y a des prérequis d'harmonisation puisque nous l'avons vu tout à l'heure, T2S, ce n'est pas seulement du règlement/livraison, mais pour maximiser les bénéfices de T2S il faut réaliser d'autres points d'harmonisation qui ont été identifiés au travers du Groupe d'Harmonisation. Ce serait donc intéressant que vous puissiez nous donner un état des lieux de la situation en Europe et puis zoomer ensuite plus particulièrement sur la situation de la France dans ce domaine.

Yvon LUCAS

La situation des marchés T2S vis-à-vis de l'harmonisation est généralement présentée sous forme de deux transparents maintenant bien connus qui comportent beaucoup de couleurs. Cela peut paraître assez séduisant au premier abord mais c'est un peu trompeur parce que cela recouvre une réalité complexe. On ne va pas entrer dans le détail de chaque rubrique et je vais essayer de me limiter aux principaux messages sur ce sujet. Je voudrais dire aussi que la couleur est importante et que c'est même l'arme principale pour faire avancer les choses. Cette démarche, qui relève de la persuasion morale, consiste à affecter pour chaque marché et chaque standard une couleur, du rouge au bleu. C'est l'Advisory Group (80 représentants des marchés T2S) qui décide en toute transparence à partir des propositions de l'Harmonisation Steering Group qui lui-même est en relation avec les groupes nationaux d'utilisateurs (les NUGs). Les standards sont classés selon deux niveaux de priorité qui

ne qualifient pas l'importance plus ou moins grande de tel ou tel sujet, mais la date limite de mise en œuvre. Ainsi les standards de priorité 1 doivent être mis en œuvre avant la migration des marchés à T2S alors que l'application des standards de priorité 2 peut se continuer après la migration. En ce qui concerne la définition des standards, qui est un préalable, il reste deux sujets qui ne sont pas encore complètement couverts. Le premier concerne la discipline de règlement pour laquelle la législation secondaire doit être adoptée par l'ESMA et la Commission Européenne dans le cadre du règlement CSDR. Le deuxième sujet qui nous occupe depuis au moins 2 ans est celui du moment d'entrée des transactions dans le système (dit SF1) qui les rend opposables à l'égard des tiers. Néanmoins cette question importante sera réglée dans les prochaines semaines et en tout état de cause avant le démarrage prochain de T2S.

Pour ce qui est de la mise en œuvre des standards de priorité 1 des progrès importants ont été observés récemment. Cela porte notamment sur le standard relatif aux opérations sur titres dont la mise en œuvre est la plus complexe. Le nombre de marchés encore en rouge pour ce standard est ainsi passé de 11 à 5. On peut citer en particulier la décision qui a été prise par l'Allemagne de modifier sa législation pour introduire le concept de record date. Il y a tout lieu de penser que la totalité des standards de priorité 1 seront appliqués lorsque la migration à T2S sera achevée. Pour ce qui est de certains standards de priorité 2 la réflexion est moins avancée sur au moins trois sujets. Il s'agit d'abord des questions juridiques liées au droit du titre pour lesquelles il y a eu peu d'avancées jusqu'ici.

En deuxième lieu il y a les questions fiscales liées à la retenue à la source pour lesquelles on pensait que les recommandations définies dans le cadre du groupe TBAG de la Commission Européenne pourraient être appliquées. Dans les faits très peu d'États ont mis en œuvre à ce jour ces recommandations. La France constitue à cet égard une exception. Enfin il y a les questions de la transmission des informations sur les émetteurs (shareholder transparency) et sur l'enregistrement pour lesquelles peu d'avancées concrètes ont été observées jusqu'ici.

Dans ces domaines les marchés T2S ne peuvent à eux seuls modifier les choses et de ce point de vue l'initiative lancée par la Commission Européenne d'Union des Marchés de Capitaux pourrait être l'occasion de permettre des avancées.

Marc TIBI

Merci Yvon.

Je retiens que pour les standards de priorité 1 les points vont tous être résolus avant la 1re migration. Quant à ce qui reste et qui est du niveau 2, les principaux soucis se situent toujours autour des thèmes historiques juridiques et fiscaux.

Vous avez parlé de l'harmonisation des standards OST et nous avons avec nous le spécialiste de l'harmonisation en France, Pierre COLLADON. On comprend bien que c'est un chantier important prérequis pour migrer sur T2S. Dans le rapport présenté par Yvon on était au rouge donc je pense qu'on va passer sur une couleur plus agréable dans le prochain rapport d'harmonisation - le fameux projet H2D/HDR - qui concerne les OST de distribution et les OST de réorganisation.

Où est-ce que nous en sommes en France ? Quelles sont les prochaines échéances ? Et puis finalement est-ce qu'on peut confirmer l'espoir qu'on sera prêt pour l'échéance 2016 ?

Pierre COLLADON

Tout d'abord le voyant va rester rouge, mais ce qui est important c'est ce qu'il y a derrière ce voyant rouge. D'abord il y a une date et ensuite il y a un effet limité, et surtout il y a une mise aux normes qui va arriver en septembre 2016 au moment où il y aura la troisième vague, ce qui veut dire en gros que l'impact en termes de non-conformité va se jouer entre la vague 1 et la vague 2 mais pas sur la totalité de l'ensemble de T2S.

Ce qu'il faut avoir en tête en termes de standards OST c'est le chantier. Il correspond à l'assemblage d'une station orbitale, c'est-à-dire que vous avez plusieurs modules à mettre en orbite et on en a fait un il y a très longtemps maintenant, le 18 novembre 2013, où on préparait l'automatisation des annonces

Table ronde 3 • Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

des OST qui était nécessaire au 2e module qui lui va être livré dans 17 jours. Le 28 mars prochain, une livraison importante, STREAM 5, va mettre en conformité les opérations sur titres qui ne nécessitent pas un choix de l'investisseur. Il restera un troisième module (les opérations électives) qui va venir se greffer le 12 septembre 2016 sur cette station orbitale sachant qu'entre-temps il y a T2S qui arrive et il faut que les OST se greffent sur T2S.

La prochaine étape - après mars 2015 - serait de se préparer à T2S dans le cadre des OST, ce qui n'est pas forcément simple. Pourquoi ? Parce que T2S est effectivement une plateforme de règlement/livraison, mais quand vous avez une OST vous avez à un moment donné quelque chose à régler ou à livrer, soit du cash soit du titre soit les deux. Mais il y a bien quelque chose qui se passe en règlement/livraison d'où le besoin de se connecter à T2S, et puis il restera la phase finale : être prêts pour septembre 2016.

Aujourd'hui, l'ensemble des équipes - des gens qui sont mobilisés maintenant depuis 2009 officiellement, et de façon structurée depuis le premier comité de pilotage en place le 30 janvier 2013 - ont fourni pas mal de travaux. En permanence directe il y a une vingtaine de personnes de différents établissements qui travaillent sur la mise en œuvre, et il faut savoir en ce moment que chaque soir il y a des rapports de test qui sont faits sur la Place pour voir où on en est. Les choses avancent, je pense que le 28 mars nous aurons une bonne nouvelle.

Il y aura sans doute de petits accros comme il se doit sinon ce ne serait pas rigolo. Nous avons des suspens sur la partie réglementaire, mais là aussi nous avons la chance d'avoir des autorités hyper-mobilisées pour faire en sorte que cela se passe bien, et de toute façon, comme pour un lancement de fusée, les choses sont prévues et il n'y a pas de problèmes attendus.

Il y a un point assez sympathique c'est l'effet secondaire. Outre les standards OST, d'autres standards traînent et notamment il y a eu un effet secondaire sur les standards General Meeting, c'est-à-dire des gens qui s'occupent des standards OST mais aussi des standards

General Meeting, et cela n'apparaît pas directement dans le tableau du SHG. Il y a un effet très net sur cette partie-là et la place française aussi se met en œuvre à travers VOTACCESS mais aussi via l'ouverture vers l'extérieur.

Marc TIBI

Merci.

Je comprends qu'il y a trois points principaux, une migration le 28 mars 2015, le fameux STREAM 5 il y aura donc un moment délicat à gérer ; la période intermédiaire entre le passage T2S et l'arrivée du STREAM 6 - 6 mois après (septembre 2016) - et c'est quelque chose sur lequel la Place se penchera en temps et en heure.

L'autre sujet intéressant est le déploiement des standards émetteurs en France. Là je comprends qu'il y a une volonté de notre part d'essayer d'européaniser la solution VOTACCESS pour s'assurer que le vote en assemblée générale soit le plus fluide possible en Europe.

Ce sont des chantiers d'harmonisation qui sont en cours et qui sont correctement adressés et maîtrisés comme l'évoquaient Pierre Colladon et Yvon Lucas.

Du côté du dépositaire central Euroclear qui aura finalement la lourde tâche de dire que la communauté sera prête à l'échéance donnée en collaboration avec la Banque de France, quel est votre dispositif d'accompagnement pour vérifier que tout le monde avance dans le même sens et que vous avez les bons outils de pilotage et de reporting ?

Dan TOLEDANO

Bonjour à toutes et tous.

Avant de répondre très précisément à cette question je voudrais revenir sur l'enjeu de T2S pour la Place de Paris. On a fait beaucoup de comparaisons entre la plateforme RGV, ESES et T2S, en insistant sur le modèle intégré, l'auto-collatéralisation. Un autre élément de comparaison important peut permettre de mieux envisager les impacts futurs de T2S. C'est le fait qu'ESES, lancé en 2009, était déjà un projet paneuropéen, en fait le premier projet paneuropéen entre CSD. Aujourd'hui

avec un peu de recul on peut voir quels ont été les effets d'ESES et on peut se projeter dans l'avenir en se disant que si T2S a les mêmes effets au niveau européen, T2S aura atteint ses objectifs. J'ai trouvé plusieurs éléments de réponse dans les précédentes interventions. Marc LEFEVRE a mentionné à un moment donné que le carnet d'ordres unique - je vous rappelle qu'il a été rendu possible par la mise en place d'ESES - a considérablement accru la liquidité et la profondeur du Marché Euronext. Il m'arrive quelquefois d'aller sur des sites d'ebroker et de constater que les frais de trading offerts par les brokers sont les mêmes sur les trois marchés ESES. Également, on constate aujourd'hui que la très grande majorité des intermédiaires français ont concentré leur activité dans les marchés ESES sur un seul point d'entrée ; ils utilisent une seule banque centrale pour les trois marchés. Si T2S parvient au même résultat au niveau de toute l'Europe, il aura clairement atteint son objectif, et je pense que c'est le vœu de tout le monde dans cette salle.

Comment atteindre cet objectif ? C'est la grande question. T2S pour la Place de Paris n'est pas un projet mineur, c'est un grand projet, peut-être encore plus impactant qu'ESES. Il y a des impacts techniques ; beaucoup d'orateurs ont mentionné que T2S était encore perçu comme un projet technique. C'est vrai qu'aujourd'hui, tout le monde a le nez dans le guidon : il faut s'adapter et on perd un peu de vue les bénéfices à long terme. Pour la Place de Paris il y a une migration en termes de formats de messages extrêmement impactante : on a vécu avec des formats propriétaires pendant plus de 20 ans et là la Place de Paris va migrer dans son ensemble vers des formats ISO, que ce soit ISO20022 ou ISO15022. C'est un effort extrêmement important pour l'ensemble des participants quelle que soit leur taille. Et puis beaucoup de nouvelles fonctionnalités : le Cross-CSD-Settlement, le dénouement partiel généralisé, la priorisation, etc. Des bénéfices sont attendus de ces nouvelles fonctionnalités mais également des efforts d'adaptation.

T2S c'est aussi beaucoup de choix offert aux participants : Est-ce que je vais être DCP/ICP ? Est-ce que je vais utiliser toutes ces fonctionnalités ? Est-ce que j'ai intérêt à les utiliser ?

Table ronde 3 • Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

Par exemple, on a identifié dans les travaux avec la Banque de France plus de 5 modèles pour se connecter à T2S sur la partie cash, notamment pour faire le lien entre le règlement/livraison et la gestion de liquidités. Donc beaucoup de questions autour de T2S, d'où l'importance de l'accompagnement que l'on apporte aux participants en tant que CSD au niveau de la Place.

Je vais très rapidement citer trois volets dans l'organisation de ce projet de Place: Il y a tout d'abord une gouvernance mise en place avec la Banque de France - qui est organisée autour d'une instance de pilotage ESES-T2S National Coordination Committee et qui regroupe les principaux acteurs à la fois sur la partie cash et la partie titres dans laquelle un premier suivi est réalisé. Nous avons aussi les Implementation Committees où tous nos clients se reverront quasiment tous les deux mois et où l'on présente tous les impacts du projet et les actions à réaliser. Il y a un deuxième volet, la documentation: nous avons quasiment réécrit la totalité de la documentation ESES, que ce soit la description des services ou des dictionnaires de données. C'est un effort extrêmement important qui a été réalisé. Enfin un dernier volet: pour l'adaptation à toutes ces fonctionnalités, il y a de la formation et de la communication. Nous avons déjà mis en place 4 modules de formation sur T2S qui couvrent les impacts du projet: le règlement/livraison, les OST, la connectivité, la gestion de liquidité en collaboration avec la Banque de France. Un cinquième devrait arriver dans les prochains mois concernant les impacts sur les services aux émetteurs.

Concernant la préparation de la Place, nous disposons de toute une série d'outils de suivi. Le premier est un outil informel: le nombre de questions que vous nous posez, le nombre de participants à ce type d'info-sessions et également votre présence dans les formations, les événements, etc. Et puis nous avons mis en place des questionnaires beaucoup plus détaillés où nous demandons aux clients de nous donner leur niveau d'adaptation: Est-ce qu'ils ont lu la documentation? Est-ce qu'ils ont désigné un chef de projet? Est-ce qu'ils ont mis en place une organisation? On suit les résultats de ces questionnaires, au niveau du T2S National Coordination Committee et des Implementation Committees.

Que peut-on dire sur l'état des préparations de la Place? Il se confirme aujourd'hui que tous les participants ont conscience que c'est un projet important et impactant pour eux. Au départ, certains s'imaginaient que c'était une simple transition d'une situation ESES à une situation T2S avec des fonctionnalités similaires. Non, c'est un projet très impactant. Dans les questionnaires, on demande aux participants de donner des couleurs à leur niveau de préparation. Jusqu'à présent aucun participant n'a donné de couleur rouge et on espère qu'il n'y en aura pas du tout jusqu'à la fin. Nous avons récemment envoyé le troisième questionnaire. Les réponses que l'on va recevoir vont être réellement déterminantes par rapport à d'éventuelles actions qu'on pourra mettre en place avec la Banque de France pour s'assurer que l'ensemble des participants sont prêts.

Qui dit migration dit délais et dates. Les dates réellement importantes sont la migration le 29 mars 2016 (et non pas le 28 mars qui est un jour férié). Ce sera l'aboutissement mais la préparation commence maintenant. On a ouvert d'ores et déjà notre plateforme de tests, et les participants peuvent faire des tests de connectivité pour s'assurer qu'ils sont bien connectés. Nous avons prévu toute une série de formulaires qui partiront dans les prochaines semaines. Fin mai nous demanderons aux participants de spécifier quelle est l'organisation comptable ils ont prévue pour T2S: est-ce qu'ils ont prévu d'utiliser la structure ESES ou la structure T2S, quel type de format etc. Un deuxième envoi fin août concernera leur structure de connectivité de façon plus générale. Ensuite survient un jalon extrêmement important: le 21 septembre qui est le premier test de migration, et le début des tests communautaires. Ce premier test de migration, nous devons tous le réussir à 100 %. Même s'il est prévu deux roues de secours mi-janvier et mi-février, clairement l'objectif c'est que tout le monde participe à ce premier test de migration et qu'il soit réussi. Pourquoi cet objectif? Car les deux autres tests de migration sont positionnés assez tard dans le calendrier et il n'est pas possible de compter sur ces deux tests pour valider la bonne transition d'ESES vers T2S. Tout à l'heure Yvon Lucas a mentionné l'info-session T2S: le 13 avril le rapport sera

publié mais l'événement lui-même aura lieu le 16 avril. Un autre événement à signaler aura lieu le 24 mars prochain. Nous avons un atelier spécifique sur l'harmonisation, l'adaptation à T2S pour l'aspect OST et asset servicing, une des façons de sensibiliser la Place sur les impacts de T2S.

Marc TIBI

Merci Dan.

Je comprends qu'il y a une gouvernance appropriée chez Euroclear en collaboration avec les différents acteurs, une documentation actualisée, des efforts de formation. Il y a enfin un point de rendez-vous fondamental en septembre 2015, le début des community tests pour la France qui est obligatoire et à noter sur tous les agendas.

Ça c'est la partie Place, maintenant je vais donner la parole à Éric DÉROBERT pour nous apporter le témoignage d'un acteur important de la Place. Comment, par rapport à ces travaux de Place, vous préparez-vous en interne? Qu'avez-vous mis en place? Enfin quels sont pour vous les points importants de la migration à retenir?

Éric DÉROBERT

Bonjour à tous.

Je ne reviendrai pas sur la caractéristique de T2S qui est d'être un projet majeur pour tous les acteurs, c'est vrai pour CACEIS et je ne doute pas que cela soit également le cas pour mes confrères.

Nous participons en effet depuis de longues années à ce projet qui se concrétisera à partir de cette année, sous forme de « vagues » de migration de nombreux marchés nationaux dans lesquels nous sommes présents.

Ainsi, je réponds précisément à la question sur la préparation des acteurs, notamment en ce qui concerne la « vague » de 2016 qui verra le monde ESES rejoindre T2S: Oui, nous serons prêts, à la fois individuellement et collectivement.

T2S est un projet d'harmonisation et d'optimisation. Il est dans une phase active depuis plus de 2 ans. Tout au long de ce processus

Table ronde 3 • Où en sommes-nous en France ? État de la préparation de la France

des choix ont dû être faits, ainsi la décision de CACEIS d'être un Directly connected Participant, ou DCP, dans T2S.

Comment allons-nous interagir avec les différents acteurs dans le cadre des prochains tests de place ?

Dan Toledano, l'a rappelé, nous sommes, collectivement et, individuellement, tout à fait informés des échéances et nous serons prêts pour ce test, car nous savons que celui qui ne serait pas prêt affaiblira l'ensemble du dispositif. Il s'agit de la règle bien connue du maillon le plus faible d'une chaîne.

Je souhaiterais aborder quelques points complémentaires :

Quel horizon au-delà de T2S ?

Bien évidemment, au-delà de T2S et de la grande partie de l'Europe qui y adhèrera, il existe un cadre plus global, ou mondial. En effet, si nous sommes réunis aujourd'hui pour évoquer T2S, les intervenants et les intermédiaires offrent depuis longtemps, et continueront à offrir à leurs clients un accès et des services sur toutes les places financières, avec des contraintes et des objectifs élevés de sécurité et d'efficacité. T2S est donc une pièce importante d'un grand ensemble.

Pour qui réalisons-nous T2S ? Quelles sont nos exigences et nos obligations dans le cadre de ces prochaines étapes ?

Il est clair que nous investissons pour la satisfaction de nos clients. La première exigence est de simplifier et d'expliquer toute migration. Notre objectif est que ces futures migrations soient le plus transparentes possible et que les modifications que devront opérer nos clients soient bien évidemment expliquées et justifiées. C'est-à-dire que nous devons analyser les besoins de chaque catégorie de clients. Tous les clients n'ont en effet pas les mêmes besoins. Par exemple, nous analysons les nouvelles fonctionnalités offertes par T2S, et conseillons nos clients selon leurs pratiques et besoins sur les différents marchés T2S.

Dans ce cadre, un élément complémentaire à prendre en considération dans le futur environnement T2S est l'évolution des futures offres de services des CSD et des agents locaux dans les pays de la zone T2S afin de proposer le meilleur service à nos clients. Enfin, la question de l'évolution des tarifs a été évoquée.

Cela m'apparaît légitime car le tarif qui sera pratiqué par la plateforme T2S est effectivement un des éléments du prix complet. Le paramètre connu, et annoncé dès l'origine, est que T2S appliquera un tarif identique pour toutes les opérations de règlement/livraison, nationales et transfrontalières. Ce tarif ne se réduit toutefois bien évidemment pas au seul coût de prise en charge des instructions de règlement/livraison. Il intègre, y compris au niveau de T2S, des éléments tels que les coûts de communication, de reporting, etc. Parmi les autres paramètres de formation des prix figurent les choix et stratégies des acteurs dans l'environnement T2S. Après une période d'observation et toutes choses étant égales par ailleurs, il est effectivement probable que la mise en œuvre de T2S favorisera l'harmonisation de pratiques tarifaires dans le sens d'une réduction.

Ainsi, en conclusion, je crois utile de rappeler que tous les acteurs de la chaîne du règlement/livraison sont impliqués, dont certains depuis déjà 8 ans et que l'équipe française qui réunit tous les grands établissements a fonctionné de manière très solidaire. Elle a ainsi fortement contribué à la définition et à la concrétisation du projet T2S. Nous travaillons désormais pour que nos clients profitent très rapidement des avantages de T2S, notamment en ce qui concerne l'évolution de nos offres de services.

Marc TIBI

Pour conclure, T2S est certes un projet majeur pour la France mais nous serons prêts à temps.

Question de la salle

J'ai une question mais je suis un peu gêné de la poser parce que je suis à un niveau de détail par rapport à l'envolée à laquelle nous avons eu droit avec Éric DÉROBERT. Il a présenté les choses avec énormément de recul et tout le talent qu'on lui connaît.

Est-ce que la liste des points et des priorités est évolutive ? Parce que je suis surpris de ne pas voir le problème de la gestion de la défaillance d'un membre d'un CSD ou d'un de ses clients, qui est un sujet qui aujourd'hui anime pas mal le landerneau au travers du CSG.

Yvon LUCAS

Il y a déjà les trois rubriques qui concernent la finalité des opérations dans T2S qui découlent des dispositions de la Directive Finalité.

Il y a eu par ailleurs une réflexion qui a été menée dans le cadre du groupe de travail des CSD sur les conséquences d'une défaillance qui a amené à des conclusions intéressantes sur la nécessité d'une coordination en cas de défaillance en cours de journée entre les différents acteurs.

Cela va amener des choses concrètes et des projets d'action dans ce domaine. En particulier il y a une question qui anime tout le monde : une fois qu'une défaillance est déclarée, qu'est-ce qu'on fait des opérations qui sont en cours et en particulier des opérations qui sont entrées dans le système ? On voit que les pratiques des CSD aujourd'hui dans ce domaine sont loin d'être harmonisées. Il est possible que ces réflexions se traduisent par des standards dont l'application pourrait faire l'objet d'un suivi. ■

Conclusion

Pierre DAVOUST

Adjoint au chef du bureau des marchés financiers

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

En général, quand un orateur promet d'être bref, c'est un signe infaillible qu'il ne le sera pas, donc je ne promets rien mais je tâcherai de l'être.

Je souhaite tout d'abord saluer l'implication de la place, de l'ensemble des acteurs de la place, dans ce beau projet T2S qui est un projet d'intégration européenne, et un grand projet d'amélioration du fonctionnement des marchés en Europe, et votre amphi témoigne de l'intérêt fort que porte la Place de Paris à T2S et je m'en réjouis.

Je souhaiterais dans cette conclusion revenir sur la question fondamentale qui a guidé l'amphi qui est : « T2S quels atouts pour la Place de Paris ? ». Cette question, nous pouvons la comprendre de deux manières différentes : première interprétation « quels atouts T2S va-t-il donner à la Place de Paris » et à cela les différentes tables rondes ont permis de répondre de manière détaillée et fine. Pour les émetteurs, pour les investisseurs et pour les intermédiaires, T2S va apporter un certain nombre d'atouts ou de bénéfices dont il faudra tirer parti de manière intelligente. Mais il y a une deuxième question que je formulerai ainsi : « De quels atouts la Place de Paris a-t-elle besoin pour réussir dans le monde T2S ? ». Et là se pose la question concurrentielle au sein de l'Europe, T2S va introduire une rupture dans les modèles économiques de la chaîne du titre client, et lorsqu'il y a une rupture il y a beaucoup de concurrence et donc ce sont les plus compétitifs, les plus concurrentiels qui vont gagner des parts de marché sur les autres ; et dans ce contexte-là, je voudrais m'arrêter un peu sur les atouts dont dispose la Place de Paris, dans un contexte qui ne se limite pas à T2S mais qui est plus général, parce que nous avons en ce moment beaucoup d'évolutions dans le monde des marchés financiers en Europe.

La première évolution importante c'est évi-

demment l'union des marchés de capitaux. Pour le moment c'est un concept encore flou mais la Commission européenne a lancé une consultation très récemment et a pour ambition de développer davantage le financement par le marché en Europe. On a beaucoup de financement bancaire en Europe, moins de financement de marché, et il y a un consensus pour dire qu'il faudra davantage de financement de marché notamment pour les entreprises de taille intermédiaire.

Cette initiative de l'union des marchés de capitaux revêt plusieurs temporalités : une temporalité court terme avec plusieurs chantiers déjà identifiés - assez largement consensuels - sur la nécessité de développer la titrisation, la nécessité de faciliter l'accès des émetteurs aux marchés en allégeant les exigences du prospectus, la nécessité de développer le placement privé. La Place de Paris a été en pointe sur cet aspect avec la charte Euro PP. Mais il y a également des aspects plus long terme, plus structurants, sur la fiscalité par exemple, sur le droit des faillites et sur le droit des titres même. Nous sommes très vigilants sur cet aspect-là, et c'est un sujet très fédérateur pour la Place. Il y a un ensemble d'initiatives que la Commission souhaite prendre et qui vont conduire au total à ce que les marchés soient davantage intégrés, avec moins de barrières transfrontalières et plus de concurrence au bénéfice des investisseurs et des entreprises. Il y a toute une phase de mise en œuvre des textes qui ont déjà été pris, je pense à MIF 2 par exemple, à EMIR avec l'obligation de compensation centrale qui est en train d'entrer en vigueur, les exigences de marges bilatérales pour les dérivés non compensés, à CSDR qui a été adopté cette année et dont les actes de niveau 2 vont entrer bientôt en vigueur. Il y a également des textes qui sont en cours de négociation et qui vont être prochainement négociés, le projet de réforme structurelle des banques qui aura un impact très important sur les capacités des banques à faire du market making et donc sur la liquidité des marchés, il va y avoir un texte sur la résolution des infrastructures de marchés en particulier des chambres de compensation, il y a en ce

moment des négociations sur les droits et l'identification des actionnaires, donc nous avons un ensemble de réformes qui sont en phase de mise en œuvre ou qui sont en phase amont, qui vont globalement renforcer l'intégration des marchés, et dans ce cadre-là il faut se demander de quels atouts la Place de Paris dispose.

Les atouts de la Place de Paris sont très nombreux, à tout seigneur tout honneur, la Place de Paris dispose d'une banque centrale crédible et reconnue, d'un régulateur dont la compétence est reconnue, d'infrastructures de marché fortes et paneuropéennes ce qui est une spécificité française. La Place de Paris a également une industrie des titres et des teneurs de comptes conservateurs qui sont restés très puissants, ce qui est un atout majeur.

De manière générale, la France a su garder des banques puissantes ce que n'ont pas réussi à faire les autres États membres de l'Union Européenne. Paris est aussi une place d'émetteurs, nous avons de grandes entreprises qui émettent beaucoup en actions et en obligations et une place d'investisseurs avec une industrie de la gestion d'actifs qui est très importante.

De manière assez macro la Place de Paris a beaucoup d'atouts à faire valoir, malheureusement elle a aussi quelques faiblesses. Ces faiblesses touchent à la fiscalité, au coût du travail, au manque d'attractivité de Paris, à l'instabilité juridique qui est souvent critiquée, à une accumulation de normes parfois au-delà de ce que les normes européennes prescrivent et c'est précisément pour réduire ces faiblesses que le ministre des finances Michel SAPIN a lancé le comité Paris 2020 afin que la Place de Paris puisse être compétitive dans cette concurrence européenne qui va s'accroître grâce à l'union des marchés de capitaux.

Il y a déjà eu deux réunions du comité Paris 2020 avec des représentants des banques, des gestionnaires d'actifs, des émetteurs, des

Conclusion

épargnants, des pouvoirs publics et un grand nombre de groupes de travail ont été lancés dans le cadre de ce comité. Il y a notamment un groupe de travail présidé par la Banque de France qui se focalise spécifiquement sur les infrastructures de marché, ce groupe fonctionne très bien et devrait d'ici la prochaine réunion du comité Paris 2020 en juin produire à nouveau des résultats concrets.

Je voulais simplement vous encourager à rester très mobilisés pour la mise en place de T2S et vous assurer que de notre côté nous sommes très engagés sur tous ces sujets législatifs européens, sur tous ces chantiers, à la fois pour promouvoir des marchés financiers efficaces dans l'intérêt de l'Europe mais également pour promouvoir un rôle pour la Place de Paris qui soit à sa mesure.

Intervention de la salle

En France nous avons trois global custodians européens qui sont Français et qui sont dans le top 10. Nous avons aussi une asset manager community qui est très large et on a touché un peu aux ETFs dans les rounds tables tout à l'heure. La Place parisienne a vraiment un atout sur l'asset management. Les distributions de fonds retirés du Luxembourg, c'est quelque chose dont je n'entends pas beaucoup parler. Nous n'arrivons pas à attirer ces entreprises-là de Londres vers Paris alors que Paris c'est T2S, et pas Londres. Paris peut vraiment devenir le central, le financial center européen, avec des souplesses et encouragement aux asset managers sur ces aspects de fiscalité. Je dirais que 2020 c'est un peu trop tard.

Pierre DAVOUST

La localisation de Paris en zone euro est évidemment un atout formidable qu'il faut réussir à faire valoir.

Pourquoi avons-nous choisi l'horizon 2020 ? Parce qu'il y a des sujets très lourds notamment en matière de fiscalité qui ne se règlent pas en 1 an ou 2, mais cela n'interdit pas de réfléchir à plus court terme. Effectivement la bataille sur la gestion d'actifs se livrera avant 2020 donc vous avez tout à fait raison. ■

Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.

ISSN 2428-0801

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

Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Aurexia
Réalisation : Café Noir

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :
www.afti.asso.fr