

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

Panorama des réglementations, des impacts et des questions

Jean de Castries
Directeur Général,
Equinox consulting
Gaspard Bonin
Directeur Associé,
Equinox consulting

Présentation de l'offre de clearing OTC d'un clearing broker

Solveig Bachellery
OTC Client Clearing,
BNP Paribas

Révision de la MIF : Etat des lieux et perspectives pour le marché français

Karima Lachgar
Délégué Général, AFTI
Marie-Thérèse Aycard
Associée, Alilancy

Table ronde : les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral

Alain Pochet
Head of Clearing, Custody & Corporate
Trust, BNP Paribas Securities Services
Denis Beau
Directeur Général des opérations,
Banque de France
Christophe Hémon
Directeur Général, LCH.Clearnet SA
Valérie Urbain
Directeur Général, Euroclear France
Jean-Christophe Morandeau
Directeur juridique,
Natixis Asset Management
Alex Buffet
Directeur Services Dérivés
et Middle Office,
Société Générale Securities Services
Laurent Durdilly
Directeur du Marketing
et du Développement Produits
Groupe CACEIS

EMIR, MiFID II... l'avalanche réglementaire se rapproche

En partenariat avec



equinox
CONSULTING

Éditorial

L'avalanche réglementaire est à l'ordre du jour ; nous n'en traiterons aujourd'hui qu'une partie – à savoir essentiellement EMIR et MIF2 – pour conserver une logique thématique à nos événements orientés aujourd'hui vers le règlement-livraison-compensation. Nous ferons le point au printemps prochain sur la gestion d'actifs.

La grande majorité des textes publiés depuis 2008 sont inspirés ou issus de la crise que nous traversons – ce qui donne une idée de la prégnance de cette crise sur les préoccupations des régulateurs et de l'industrie financière. La directive MIF 2007 est à cet égard le dernier texte paru avant la crise.

Les réunions du G20 ont ponctué – depuis celle de Washington à l'automne 2008 – les diverses étapes de cette crise mondiale en consacrant une part croissante de leurs travaux à la recherche de solutions adaptées. Cette démarche est d'autant plus difficile à mettre en œuvre que la crise est multiforme (crise de liquidité, de solvabilité, de crédit, crise bancaire, financière, crise des dettes souveraines...).

Le sommet de Pittsburg - tenu les 24 et 25 septembre 2009 - avait jeté les bases d'une réforme de la régulation financière. J'y ai noté trois points importants :

- La compensation par contrepartie centrale,
- Le reporting de la totalité des flux via les Trade Repositories,
- Une recherche de concentration des opérations via des plates-formes organisées.

Le DFA (Dodd-Frank Act) de juillet 2010, découlera de ces travaux ainsi que les textes européens, notamment EMIR et MIF II.

Nous constatons à partir de ces premiers textes que l'automne 2009 a marqué le renforcement de ce paysage réglementaire et que nous sommes dans une phase de mise en œuvre. Ces impulsions dressent clairement un nouveau cadre d'activité et exerceront des retombées durables à la fois pour les régulateurs et pour l'industrie financière. Nous observerons par la suite que la mise en œuvre de ces réformes s'exécutera selon un calendrier contraint avec un certain nombre d'échéances en 2013.

Par ailleurs, sous la houlette de l'Eurosystème, Target 2 Securities accentue sa préparation, et cette préparation se doit d'être aussi la nôtre. T2S, qui se profile à horizon 2015-2016, est le grand projet des prochaines années pour le post-marché européen. La Banque de France et Euroclear y ont d'ailleurs consacré une excellente conférence en Octobre dernier.

Afin d'accueillir ce grand projet, la Place de Paris saura s'organiser le moment venu autour d'un comité de coordination nationale, lequel démarrera en début d'année prochaine et rassemblera tous les représentants des métiers du titre et du cash.

D'autres projets plus modestes mais structurants émergeront prochainement, comme le règlement-livraison à T+2 ou la mise aux normes européennes des standards sur les OST. Ces deux projets devront être conduits à horizon de deux ans. Une structure de Place démarrera en début d'année prochaine concernant les OST. ■

Marcel Roncin,
Président de l'AFTI

Panorama des réglementations, des impacts et des questions

Jean de Castries

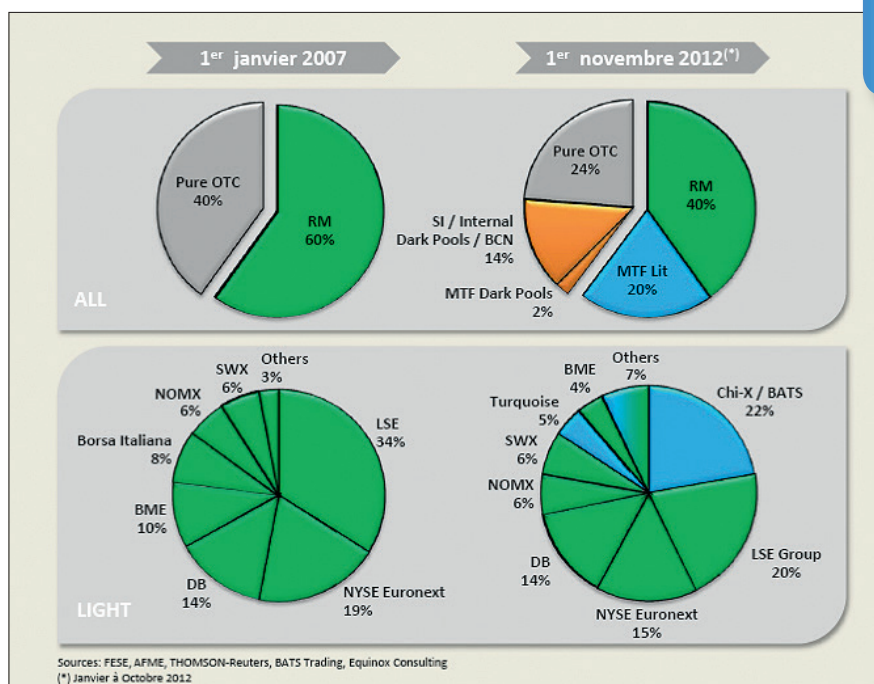
Directeur Général, Equinox consulting

Merci au Président d'avoir ouvert la séance et introduit les sujets que nous allons aborder. Gaspard Bonin et moi-même sommes très heureux de vous présenter les sujets qui s'annoncent être délicats en 2013. Pour ce faire, nous dresserons un panorama des réglementations et de leurs impacts, puis nous abor-

derons avec vous les questions ouvertes que vous allez devoir affronter en 2013.

Nous vous avons présenté au mois de janvier dernier le panorama de l'évolution des marchés actions réalisé par Equinox Consulting. Très peu de changements ont eu

lieu depuis le début de l'année – entre janvier et octobre 2012 – mais nous constatons une confirmation des grandes évolutions qui ont été engagées depuis 2007 et que vous voyez apparaître sur les schémas présentés (voir ci-dessous).



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

Quelles sont les grandes évolutions qui ont été générées par la MIF en 2007 ?

- Un transfert important des volumes, des marchés réglementés vers les MTF Lit comme Chi-X/BATS ou Turquoise. Nous pouvons constater que ces nouveaux acteurs, les MTF Lit, traitent aujourd'hui près de 20 % des flux.
- Un deuxième point très significatif est le développement des Dark Pools. Par « Dark Pools », nous faisons référence aux Dark Pools purs, aux Dark Pools internes, ainsi qu'aux internalisateurs systématiques et BCN, donc toutes les

plates-formes particulières qui aujourd'hui représentent 16 % des volumes, lesquels se divisent en 14 % pour ce qui relève des internalisateurs systématiques Dark Pools et 2 % pour les MTF Dark Pools. Ainsi, 2012 confirme la montée en puissance de ces nouveaux acteurs pour des volumes significatifs, tendance que vous avez déjà pu constater depuis quelques années au niveau des middle et des back-offices.

- Le troisième grand constat depuis 2007

consiste dans le transfert très significatif des volumes de marché des Pure OTC vers les Dark Pools au sens large. Les Pure OTC représentaient près de 40 % des volumes en 2007, contre 24 % des volumes au 1^{er} novembre 2012.

- Le dernier point relève de l'émergence d'un nouvel acteur qui est Chi-X BATS. Malgré la réduction de sa part de marché et la perte de quelques points depuis le début de l'année, cet acteur représente désormais près d'un quart des volumes. L'annonce

Panorama des réglementations, des impacts et des questions (suite)

récente de Chi-X BATS concernant l'augmentation de ses tarifs de 50 % est par ailleurs un fait marquant. Globalement, nous constatons qu'une fragmentation des marchés a eu lieu sous l'effet de la MIF, suivie d'une re-concentration de ces mêmes marchés. Cela nous amène à nous

interroger par ailleurs sur les conséquences de l'application de la même dynamique à certains produits OTC et au clearing de ces produits OTC.

Deux acteurs principaux ont été affectés par l'émergence de Chi-X BATS, à savoir le LSE et

NYSE Euronext. Pourtant, la part de marché du LSE et de NYSE Euronext s'est stabilisée en 2012 ; celle de Deutsche Börse a même progressé. Sans pouvoir affirmer si cette tendance se confirmera en 2013, nous constatons que le léger effritement de Chi-X BATS a probablement davantage profité à Deutsche Börse.

Quelles conclusions pouvons-nous tirer de l'évolution des volumes ?

Le constat le plus frappant en 2012 est la forte contraction des volumes qui deviennent inférieurs sur la zone Euronext à ceux de 2009, baissant en 2012 de 68 % par rapport à

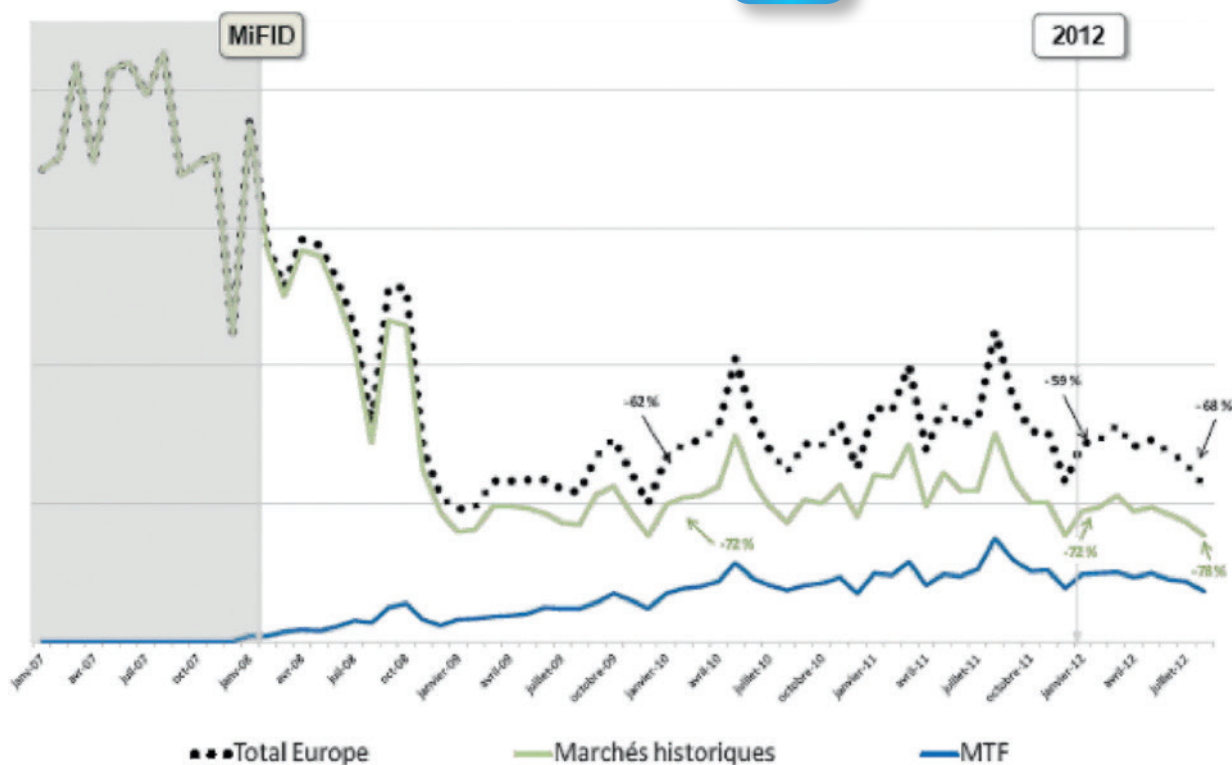
2007. Pour les marchés historiques, à savoir NYSE Euronext, Deutsche Börse... etc., cette baisse atteint 78 %. La chute spectaculaire des volumes de marchés a remis en cause le business model économiques d'un certain nombre d'acteurs qui ont été obligés de se rapprocher d'autres acteurs plus grands voire de fermer.

NYSE Euronext a fait mieux que ses concurrents, mais chute tout de même de 70 % par rapport à 2007. Les MTF ont vu leur course au développement stoppée. Sur le schéma (ci-dessous), vous pouvez constater que les capitaux traités par les MTF restent légèrement au-dessus de leur niveau de 2009, mais que 2012 marque une phase de décroissance.

Capitaux traités en Europe depuis janvier 2007



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



Panorama des réglementations, des impacts et des questions (suite)

Quelles ont été les tendances remarquables de 2012 ?

- Le rachat de l'Osaka Stock Exchange par le Tokyo Stock Exchange. Ce rapprochement permet de former le troisième ensemble boursier mondial après NYSE Euronext et NASDAQ OMX, avec 6,3 % des capitaux traités au niveau mondial en actions et 1 % des échanges de dérivés listés. Cette fusion présente un caractère remarquable du fait des nombreux échecs qui ont ponctué les précédentes tentatives de rapprochement entre les acteurs historiques. Nous pouvons citer à titre d'exemple l'échec du rapprochement entre la bourse de Singapour et

celle d'Australie, ou encore l'échec du rapprochement NYSE Euronext et Deutsche Börse et celui entre le LSE et le Toronto Stock Exchange. Malgré tout, le mariage est réussi au Japon entre ces deux grands acteurs qui forment désormais un super-acteur au niveau mondial.

- Le deuxième fait marquant consiste en la prise de contrôle de LCH.Clearnet SA par le LSE, ce qui apporte un certain nombre de modifications au panorama français.
- Le troisième point est le rapprochement de BATS et Chi-X, évoqué précédemment. Ce quatrième acteur atteint rapidement une taille spectaculaire, puisqu'il arrive en cinq ans au niveau des bourses historiques

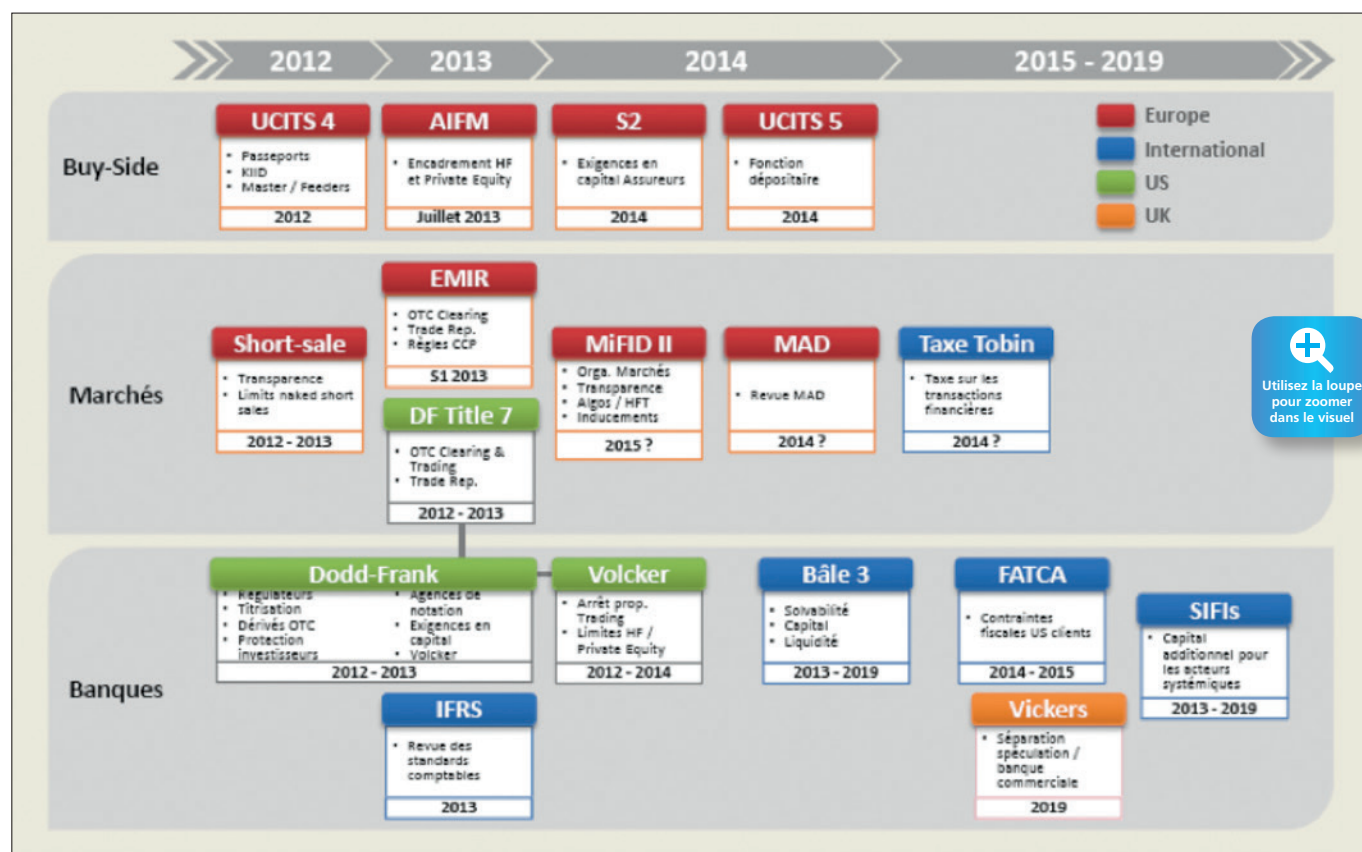
et dépasse même certaines d'entre elles. En 2012, Chi-X BATS s'est ouvert à 4 CCP interopérables : LCH, SIX X-Clear, EMCF et EuroCCP. Cette tendance importante se poursuivra et ouvrira les silos qui fluidifient la concurrence. La demande de BATS Chi-X auprès du FSA pour obtenir une licence de marché réglementé démontre son objectif de faire du listing en Europe. Le dernier fait marquant concerne Eurex Clearing, qui a démarré en novembre 2012. Cette plateforme de compensation des IRS est en concurrence avec celle de LCH.Clearnet (SwapClear) et celle du CME en Europe. À noter d'un autre côté que Turquoise s'est ouverte à plusieurs CCP.

Présentation de « l'avalanche réglementaire »

Dans cette « avalanche », certains textes réglementaires manquent de cohérence entre eux alors même qu'il y a des interactions réciproques extrêmement fortes entre les acteurs.

En effet, les textes réglementaires sont mis en place avec des calendriers différents, et les entités de contrôle ne dialoguent pas toujours entre elles.

Le schéma ci-après représente 3 types d'acteurs (les acteurs buy side, les infrastructures de marchés et les banques) et les textes qui les impacteront :



Panorama des réglementations, des impacts et des questions (suite)

Un certain nombre de sujets comporteront des impacts opérationnels et économiques majeurs :

- AIFM, qui adresse les problématiques relatives à la responsabilité du dépositaire.
- Solvency 2, dont les impacts toucheront plus particulièrement les acteurs du buy-side, désormais obligés de revoir leurs processus opérationnels pour s'articuler avec des clearers.
- FATCA.
- La TTF et Bâle III, sur lesquels la France est en avance.

- MIF 2, qui vise à réparer les manquements et les incohérences de MIF 1. Aujourd'hui, MIF 2 paraît avoir une ambition trop large et participe de ce fait au manque de cohérence globale des textes réglementaires. Cette ambition d'exhaustivité de MIF 2 transparaît à plusieurs niveaux. La directive couvre les marchés-action (comme les dérivés) ainsi que les produits listés (comme les produits OTC), tout en englobant des types de clients très différents. De ce fait, les clients retail sont concernés, les acteurs du trading haute fréquence également,

mais aussi les industries agro-alimentaires puisque MIF 2 se prononce sur les commodities et veut limiter la spéculation sur les matières premières. MIF 2 présente également pour ambition de privilégier des modèles économiques – notamment pour les inducements – qui ne correspondent pas à la réalité ni à l'histoire de certains pays comme la France.

Quelle est la synthèse de MIF 2 ?

- La structuration des marchés à travers de nouveaux statuts OTF et SME Growth Market, ainsi que l'exécution sur des plateformes organisées pour les marchés dérivés OTC.
- Des contraintes majeures imposées au trading haute fréquence, qui risquent d'engendrer des révisions majeures de business model.
- La volonté de limiter la spéculation sur les commodities.

- La protection des investisseurs. Cet objectif était déjà mis en avant en 2007, mais cette protection est désormais renforcée au travers de restrictions sur l'execution-only et l'interdiction des rétrocessions pour la gestion de portefeuille et le conseil indépendant.
- L'accentuation de la transparence sur tout ce qui est pré et post-trade, point qui sera développé par Karima Lachgar plus en détail.

- La volonté d'accélérer l'interopérabilité entre CCP.

L'émergence de MIF2 s'est faite à l'issue d'un processus législatif marqué par un an de discussions complexes et de positions instables. Janvier 2013 devrait marquer la validation du trilogue Commission-Conseil-Parlement malgré la subsistance de quelques interrogations. La transposition et l'entrée en vigueur du texte sont visées au plus tôt en 2015.

Quelles sont les évolutions-clés depuis 2012 ?

- Les actions sont exclues du périmètre des OTF afin d'éliminer les risques d'arbitrages réglementaires des RM et des MTF.
- La contrainte d'apport de liquidités en continu est limitée au Trading Haute Fréquence, mais le délai minimal de latence des ordres est fixé à 500 millisecondes. Cette évolution remet en cause la pertinence du modèle des opérateurs qui est basé sur l'efficacité technologique avec des délais de persistance réduits. Le buy-side a en revanche été épargné : on a craint à un moment de la discussion que l'utilisation d'algorithmes par le buy-side ne soit considérée comme du Trading Haute Fréquence.
- L'obligation d'accès non discriminatoire aux CCPs est limitée aux valeurs mobilières et aux instruments monétaires. De ce fait, l'obligation d'ouverture des CCPs aux dérivés listés n'est plus d'actualité. Les

banques espéraient de cette obligation que le silo Eurex puisse s'ouvrir, mais MIF 2 en son état actuel ne le permet pas.

- Concernant les inducements, les rétrocessions restent autorisées sauf pour le conseil indépendant et la gestion de portefeuille, et sous des conditions de transparence accrues. Malgré des positions changeantes, un texte limitatif a été énoncé à ce sujet, le tableau ci-dessous montre les pourcentages de rétrocession par canal de distribution.

Nous constatons que certaines professions comme les CGPI se sont mobilisées contre MIF 2 car la directive remet en cause leur existence, et ces revendications ont permis in fine d'atteindre une certaine stabilité.

Nous aurons l'occasion d'évoquer MIF 2 tout au long de cette conférence. Je cède la parole à Gaspard Bonin qui interviendra sur les marchés OTC.



Vision Européenne Etude EFAMA Oct 2011	Canal de distribution	% rétrocession
	Banque	53 %
	CGPI	44 %
	Assurance	55 %

Panorama des réglementations, des impacts et des questions (suite)

Gaspard Bonin

Directeur Associé, Equinox consulting

Après la présentation de MIF2 par Jean de Castries, j'ai jugé important de vous présenter les évolutions du marché OTC, puisque ce sujet constituera un des chantiers les plus importants pour l'industrie financière l'année prochaine.

La réglementation en Europe est déjà en marche à ce sujet, puisqu'EMIR est en vigueur depuis le 16 août dernier. Dans ce qui suit, nous présenterons les principes, le calendrier et les grands impacts de la réforme des marchés OTC. Nous aborderons également les questions qui nous semblent structurantes pour l'industrie financière à ce sujet.

Comme énoncé par Marcel Roncin en introduction, toutes ces réglementations – en particulier la réforme OTC – font suite à la crise. Les marchés OTC ont cristallisé les craintes de tous les acteurs, notamment des politiques au G20 et des régulateurs ensuite. De cette crise a émergé la volonté de sécuriser ces marchés qui apparaissaient comme trop volumineux, trop opaques et insuffisamment sécurisés. L'engagement pris fin 2009 se concrétise autour de trois grands points :

- L'utilisation de dérivés standardisés dans une chaîne opérationnelle et financière sécurisée au cœur de laquelle les chambres de compensation opèrent. Cet élément avait d'ores et déjà prouvé son succès pendant la crise.
- Le recours – en tout cas en Europe – à des plates-formes d'exécution électroniques. Ainsi, des contraintes ont été placées sur les produits qui ne sont pas standardisés afin d'inciter les acteurs du marché à utiliser des produits standardisés. Les contraintes opérationnelles seront relativement importantes à mettre en place, avec une évolution de la chaîne sur les produits clearés mais aussi des produits qui ne seront pas compensés. Les contraintes financières en matière de collatéralisation seront plus élevées pour un même niveau de sécurisation auprès des chambres de compensation. Les exigences en capital relatives à Bâle III et les modalités de mesure du risque de

contrepartie visent également à favoriser l'utilisation de chambres de compensation par rapport à des produits non standardisés et donc bilatéraux.

- L'amélioration du reporting de manière à permettre aux régulateurs d'avoir une vision sur l'ensemble des positions sur dérivés OTC à travers les Trade Repositories.

Cette réforme commencera à prendre effet en 2013, mais le planning est compliqué à appréhender dans la mesure où cette réglementation se liera à d'autres qui sont en place. À noter que cette réglementation se mettra d'abord en place aux États-Unis puis en Europe avec six mois d'écart.

Je souhaite vous apporter des précisions supplémentaires ainsi que des éléments de planning concernant les grands principes de la réglementation que nous venons d'aborder :

- Le trade repository qui doit être fait au régulateur existe pour partie depuis octobre 2012 aux États-Unis sur certains produits et sera complètement mis en place au premier trimestre 2013. En Europe, la première partie sur les Swap de taux et les CDS sera mise en place en juillet 2013 et la deuxième partie en janvier 2014.
- La compensation obligatoire des produits de la chaîne standardisée démarrera aux États-Unis dès le 1er trimestre 2013 avec un étalement dans le temps en fonction des types d'intervenants. En Europe cette mesure est attendue l'été prochain, à savoir dès que les chambres auront obtenu leur nouvel agrément de l'ESMA et que celle-ci pourra imposer la compensation sur certains produits.
- Les contraintes qui porteront sur les transactions bilatérales en matière de collatéral sont encore indéterminées car elles relèvent de la régulation internationale. Ce point est en cours d'étude par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et IOSCO, un rapport final devrait être publié à la fin de l'année 2012 pour une mise en œuvre estimée au troisième trimestre 2013.
- Le texte européen sur Bâle III, qui a été repoussé plusieurs fois, est attendu pour

la première quinzaine de décembre 2012. Des interrogations subsistent sur la propension des États-Unis à ne pas se conformer à Bâle III en même temps que les Européens, comme ce fut le cas pour Bâle II.

Malgré une mise en œuvre prévue pour s'étaler en 2013, des incertitudes de fond persistent au sujet de la réforme des marchés OTC.

- La dichotomie États-Unis/Europe, sur Bâle III ou encore sur l'application réciproque de réglementations, touche les marchés émergents qui sont dans l'attente des prises de position par les Américains et les Européens.
- En Asie, les régulateurs locaux doivent encore se prononcer sur leur choix d'imposer des chambres de compensation Onshore ou d'autoriser l'utilisation de chambres de compensation Offshore.
- La collatéralisation des positions bilatérales est encore traitée au niveau international, ce qui risque de conditionner des possibilités de cross margining entre des dérivés qui seront compensés et d'autres qui ne seront pas compensés.
- Les modalités d'exécution restent imprécises, que ce soit en Europe avec la MIF à long terme, ou aux États-Unis avec Dodd-Frank Act à plus court terme
- Les divergences sur Bâle III : En dehors des impératifs de planning, des incertitudes sur le fond subsistent.

Panorama des réglementations, des impacts et des questions (suite)

Les impacts de la réforme des marchés OTC comportent essentiellement des impacts à trois niveaux :

La compensation des dérivés OTC, l'impact en matière de collatéral, l'impact des nouvelles réglementations sur l'équilibre économique des différents acteurs et la structuration à terme du marché.

• La compensation des dérivés OTC :

Une visibilité est désormais disponible sur le timing de la mise en place de la compensation des dérivés OTC. Trois grandes vagues de développement devraient permettre d'assurer la montée en charge :

- La première vague concerne les Swap de taux et CDS. Une première liste de produits – non définitivement validée – a été publiée par la CFTC durant l'été 2012. Cette vague se concrétisera au premier trimestre 2013 aux États-Unis et au courant de l'été 2013 en Europe.

- La deuxième vague concerne le Forex, dans la mesure où l'offre de LCH.Clearnet SA fonctionne déjà, et que d'autres CCP sont en cours de démarrage sur ce créneau. Le Forex a connu un avertissement (caveat) important car une partie des produits a été exclue du scope aux États-Unis, dont les forwards et les Swap de change.
- Une troisième vague devrait couvrir le reste des marchés OTC, présentant certaines particularités comme les equities et les commodities. Ces marchés comportent beaucoup de dérivés listés et les volumes sur les dérivés OTC sont plus faibles. Le positionnement des différents acteurs risque d'être très différent, car aujourd'hui aucune offre claire de la part des CCP n'est établie au niveau des champs manquants.

Cette vision en trois grandes phases peut être simpliste, mais elle permet de synthétiser l'ensemble de nos observations. Cette distinction peut s'avérer parfois plus difficile à appliquer, comme pour les Swaps de taux pour lesquels

une mise en œuvre progressive par types de produits est nécessaire.

Au-delà du planning, nous disposons également de plus de visibilité concernant les acteurs de la compensation. Les CCPs se développent, avec deux grands types d'acteurs :

- Les CCP qui ont travaillé avec des banques pour monter des offres entre les banques et qui ont réussi à capter une part importante des volumes. Bien qu'il existe des divergences sur les montants de volumes captés, nous avons obtenu des données auprès des chambres de compensation pour les synthétiser dans le tableau (ci-dessous). Ces chiffres sont certes différents de ceux remontés par le Financial Stability Board, mais nous révèlent que deux chambres ont capté une part importante des volumes sur les Swap de taux, à savoir SwapClear de LCH.Clearnet SA à Londres et ICE sur la partie CDS.



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

Principales CCPs OTC et % compensés vs notionnel total

	Taux	Crédit	Change	Actions	OTC / ETD x-margin?
Notionnel USD bio	362	24	63	6	
Non-compensé	52%	36%	99%	99%	
LCH.CLEARNET	47%	0,3%	0,1%		A venir
ICE		63%			No
CME Group	0,2%	0,6%			2013
EC					2013
SGX					?
HKE					?
JSCC					?
KRX					?

■ Ouvert ■ En développement ■ Pas mentionné à Oct. 2012

Sources : ISDA, CCPs, Equinox Consulting

Panorama des réglementations, des impacts et des questions (suite)

- Le deuxième type d'acteurs – représenté essentiellement par le CME et par Eurex – commence à capter des volumes en abondant en priorité « la partie client », c'est-à-dire la partie buy-side, et non la partie banque. Leurs principaux arguments portent sur la protection et l'éligibilité du collatéral que ces chambres peuvent accepter, mais également sur le lien entre les dérivés listés et les dérivés OTC. Concernant ce dernier argument, les acteurs tels qu'Eurex ou le CME peuvent apporter une valeur ajoutée à leurs clients puisqu'ils calculent les risques sur leur portefeuille de manière globale, et peuvent donc moins les appeler en marge. Cet élément est autant stratégique pour le client que pour ces acteurs, dans la mesure où un marché de l'exécution clearing est en silos, c'est-à-dire qu'un marché dérivé listé ne pourrait pas offrir le clearing sur les dérivés OTC. Le risque encouru est que les concurrents en fassent de même et que ces acteurs ne soient plus compétitifs en matière d'appel de marge. Cette problématique est à titre d'exemple fondamentale pour le Liffe en Europe. À noter par ailleurs que LCH.Clearnet SA qui a accueilli d'autres membres que les banques françaises, a franchi ainsi un pas important dans la compétition sur les CDS.

Concernant la compensation des dérivés OTC, les chambres de compensation ne constituent qu'un maillon du dispositif. Une nouvelle chaîne opérationnelle est à mettre en place sur ces produits-là, avec les plates-formes d'affirmation (middleware) et un grand nombre de changements opérationnels.

• L'impact en matière de collatéral:

Les échanges s'effectuaient avant la réforme à des fréquences variables, sur des produits non standardisés et négociés de manière bilatérale. Ces échanges étaient évalués en Mark-to-Market uniquement et non en Initial Margin comme la pratique l'exige désormais dans les chambres de compensation. La tendance est donc à la mise en place de pratiques plus contraignantes et organisées. Pour les produits qui seront clearés, les chambres de compensation permettront de généraliser le modèle appliqué aux dérivés listés, avec des appels de marge quotidiens en Mark-to-Market et en Initial Margin couvrant le risque de liquidation sans seuil de matérialité. Parallèlement à cela, la partie « non-client » connaîtra également des contraintes fortes qui seront imposées par le régulateur. Nous sommes toujours en attente de textes législatifs, mais la mise en place prochaine de ces textes ne fait pas de doute car cela constituera la seule façon de favoriser le choix des produits standardisés.

Deux sujets majeurs entourent la gestion du collatéral suite à la réforme des dérivés OTC : l'aspect opérationnel et l'aspect financier.

- L'aspect opérationnel, qui consiste en l'accroissement du nombre de mouvements d'échange de collatéral tous les jours. Afin d'estimer cet accroissement de charge opérationnelle, nous avons décidé de prendre en compte le nombre d'entités juridiques ainsi les appels de marge futurs. Cela nous a permis de déduire que la charge opérationnelle serait multipliée par cinq à dix concernant la seule gestion de collatéral. Ce constat nous pousse à nous demander comment les acteurs concernés pourront supporter ces évolutions fonctionnelles, par exemple au niveau des initial margins ou encore des cut-off de marché.

- L'aspect financier résulte essentiellement de l'introduction d'Initial Margins. Ces IM peuvent être bien plus élevées que celles observées pour les dérivés listés car les maturités sont différentes, et certains produits comme les CDS présentent des natures de risque différentes, ce qui nécessite plus de collatéral pour les couvrir. L'estimation à retenir concernant le collatéral à mobiliser s'élève à 2 trillions de dollars supplémentaires, montant qui a été confirmé par le FMI et d'autres acteurs. Les estimations faites par le comité bâlois sur l'impact des ratios de liquidité de Bâle III s'élèvent quant à elles à 7 trillions de dollars. Bien que ces estimations aient été parfois revues à la baisse, l'impact en termes de collatéral à mobiliser reste considérable.

• L'impact que ces réglementations auront sur l'équilibre économique des différents acteurs et la structuration à terme du marché se décline en trois aspects:

- Le coût du collatéral, notamment le coût d'opportunité induit par la mobilisation de cash ou de titres de bonne qualité. Nous sommes amenés à nous interroger sur l'impact que peut avoir ce coût du collatéral sur la rentabilité des banques qui assurent aujourd'hui la liquidité sur le marché. Par conséquent, la répartition de ce coût entre les différents acteurs du marché devient également une question centrale, puisque nous ne savons pas comment ce coût du collatéral sera refacturé aux clients des dites banques, ni comment la rentabilité des portefeuilles sera affectée pour l'ensemble du marché. Ces interrogations structurantes relatives au coût du collatéral constituent le premier sujet économique qui est à traiter par la réglementation.

Panorama des réglementations, des impacts et des questions (fin)

- Les conséquences de l'exécution des opérations sur des plates-formes organisées. Ce sujet a préalablement été appréhendé pour les dérivés listés et ultérieurement pour les dérivés de change, et se pose aujourd'hui pour les dérivés OTC, en particulier les dérivés de taux. L'utilisation de plates-formes d'exécution électroniques transparentes devrait engendrer une baisse des spread, et par conséquent une baisse des revenus et des marges pour les banques, en parallèle à l'émergence de produits plus pertinents et compétitifs pour les clients des banques.
- Les effets de la pression réglementaire sur les banques qui se positionnent en agents compensateurs. En particulier, les exigences en fonds propres de Bâle III concernent directement les banques agents compen-

sateurs, ce qui impactera financièrement les services de compensation offerts sur la Place. Le texte de Bâle III, a été publié en juillet dernier par la Bank of International Settlements pour une mise en place prévue en Europe en décembre. Ce texte identifie les opérations effectuées par les banques agents compensateurs comme nécessitant des contreparties en fonds propres. Puisque les banques n'effectuaient pas ces opérations de compensation auparavant (ou à bien moindre mesure), l'impact sur les exigences en fonds propres est donc notable. La ségrégation des collatéraux, imposée aux États-Unis et fortement recommandée en Europe, comporte également des effets sur la capitalisation imposée par Bâle III. Les clients bancaires risquent d'imposer la ségrégation, entraînant ainsi une pression à la baisse sur la ren-

tabilité des agents compensateurs, au profit des chambres de compensation. Ces pressions combinées au coût d'adaptation à la nouvelle réglementation rendent la compensation moins attractive pour les banques, d'où le risque d'une augmentation du pricing des services de compensation. Ce point sera développé davantage par Solveig Bachellery qui présentera les offres de clearing sur les dérivés OTC.

L'année 2013 s'annonce être charnière du point de vue de la réglementation de la sphère financière, avec la conduite de chantiers concernant les OTC, Bâle III et la MIF entre autres. Pour mener à bien ces projets réglementaires, la coordination internationale sera un facteur-clé pour éviter la fracture politique et morale que nous appréhendons. ■

Présentation de l'offre de clearing OTC d'un clearing broker

Solveig Bachellery

OTC Client Clearing, BNP Paribas

Je souhaite vous présenter dans ce qui suit l'offre d'un clearing broker dans le cadre des nouvelles réglementations. En tant que clearing broker, j'aborderai les problématiques sous-jacentes à la réglementation sous différents angles, en citant entre autres les impacts en termes de gestion des plates-formes d'exécution et des contreparties de marché. Également, nous traiterons du collatéral management, du risque de contrepartie et de la documentation juridique, qui sont devenus des sujets incontournables au vu des changements récents.

Un nouvel environnement réglementaire

La déclaration du G20 porte des exigences clairement exprimées, mais les efforts à mettre en œuvre pour les respecter restent considérables. BNP Paribas Securities Services met tout en œuvre pour y parvenir depuis 2010, date à laquelle nous avons développé l'offre de clearing broker pour accompagner nos clients. La difficulté de notre activité de clearing broker est que nous sommes confrontés à un environnement réglementaire qui est en cours de définition, alors que l'échéance de sa mise en œuvre est de quelques mois.

Les nouvelles réglementations sont à considérer à la lumière de la crise de 2008, et la déclaration du G20 démontre bien que tous ces textes – et notamment EMIR – se mobilisent sur trois principaux piliers :

- La réduction du risque opérationnel. Le défaut de Lehmann Brothers a mis en avant des dysfonctionnements importants puisqu'un grand nombre de contrats n'étaient pas signés, et donc non confirmés. Dans ce cas, il était extrêmement difficile de clôturer les positions.
- La réduction du risque de contrepartie. Le recours à des chambres de compensation, et notamment la gestion que LCH a faite de l'extinction des portefeuilles de Lehmann, a permis d'éviter les « effets domino ». Ces plates-formes apparaissent donc légitimes à utiliser pour l'ensemble du marché de l'OTC.
- La transparence qui doit être accrue pour les acteurs du marché mais également pour les régulateurs. Ces derniers ont constaté au moment de la crise qu'ils ne maîtrisaient pas la profondeur du marché et les interactions entre les acteurs. Cette constatation

est à l'origine du volet sur les répertoires centraux et la déclaration systématique des opérations conclues.

Jusqu'en 2009, les transactions reposaient sur un modèle bilatéral, selon lequel l'ensemble de la contractualisation et de la négociation s'effectuait entre le client et sa contrepartie de marché. Cette pratique a émergé dans le milieu des années 80 pour les produits OTC, entraînant une importante collatéralisation du marché. En 2009, plus de 70 % du marché des opérations OTC était déjà collatéralisé, mais dans un cadre bilatéral. Cette collatéralisation bilatérale, qui était plus souvent mensuelle que quotidienne, tendait de plus en plus vers la mise en place de flux réguliers. À partir de 2009, un nouveau modèle commence à émerger, mettant en place des règles plus standardisées, ce qui a pour conséquence de fragmenter les portefeuilles. En effet, une partie des portefeuilles intégrera la chaîne de clearing selon des règles et des modalités connues de tous. En revanche, une partie des opérations n'est pas clearable, soit parce qu'elles ne sont pas définies par l'ESMA comme devant être compensées auprès d'une CCP, ou parce que ces opérations ne sont pas standardisées et ne disposent donc pas d'une offre de clearing.

Les clients disposeront donc de ces deux catégories de produits dans leurs portefeuilles, et la volonté du régulateur est d'éviter les opportunités d'arbitrage. Pour ce faire, la collatéralisation devra faire converger les impacts sur les portefeuilles qui seront clearés et ceux qui demeureront en bilatéral.

De fait, cette réglementation concerne plusieurs contreparties. À titre d'exemple, EMIR s'appliquera aux institutions financières (avec quelques exemptions) et aux corporates également. Face aux lourds changements ayant lieu sur le marché de l'OTC, certains corporates, qui ne sont pourtant pas sous la coupe de la réglementation EMIR, préfèrent avoir recours à des opérations de clearing plutôt qu'à la couverture.

La mise en place d'un processus de clearing est lourde de conséquences pour les clients au quotidien, notamment en termes de trésorerie et d'aspects opérationnels. Dès lors que le process de clearing devient un projet, les textes concernés doivent être analysés et l'ensemble des équipes mobilisées, ce qui est très consommateur de temps, en particulier pour les projets transversaux qui nécessitent l'intervention de juristes et de prestataires externes également.

Présentation de l'offre de clearing OTC d'un clearing broker (suite)**• Les CCP : un paysage en construction**

Le clearing est une pratique en place depuis le début des années 2000. À titre d'exemple, BNP Paribas opère le clearing de ses portefeuilles inter-dealers auprès de SwapClear depuis 2001. Les connexions, les méthodologies et les savoir-faire qui sont liés au clearing sont donc éprouvés depuis un certain nombre d'années. La nouveauté, c'est que l'univers du clearing est en phase d'expansion. Les acteurs historiques, à savoir CCP LCH et ICE Clear, sur lesquels le marché inter-dealers a apporté l'essentiel de ses volumes, doivent désormais composer avec de nouveaux entrants qui développent un savoir-faire ou une offre sur le marché OTC. Parmi ces nouveaux entrants, nous pouvons citer Eurex, ou encore le CME qui est une CCP de référence sur le marché US notamment, et qui a lancé une offre de clearing de taux et de CDS visant à la fois les US et l'Europe. L'expansion de l'univers du clearing se matérialise également à travers les nombreuses initiatives qui existent pour créer des classes d'actifs nouvelles.

Ces nouveautés dans l'univers du clearing engendrent pour nous la contrainte, en tant que clearing brokers de devenir membre de ces différentes CCP. Cette démarche est d'autant plus contraignante que ces CCP présentent entre elles des différences au niveau des modèles, des critères d'adhésion, des informations à fournir et des systèmes de reporting.

Bien qu'il ne soit pas possible de se prononcer sur l'évolution future du nombre d'acteurs, nous pouvons anticiper certaines tendances concernant les volumes du marché inter-dealers. En effet, la montée en charge de nouvelles CCP pour l'activité client est prévisible. Dans un premier temps, les volumes inter-dealers ne risquent pas de migrer d'une CCP à une autre.

Actuellement, seul LCH a finalisé son modèle et est en mesure de clearer des Swap pour les clients en Europe. Ultérieurement, plusieurs chambres de compensation pourraient être

capables d'offrir le même service, ce qui amènera les clients à sélectionner la CCP vers laquelle ils souhaitent que leurs opérations soient envoyées.

• Day to day business : les plates-formes électroniques

Au niveau du flux quotidien, l'ensemble du processus s'appuie sur des plates-formes d'exécution qui sont déjà sur le marché. MiFID s'appliquera à définir les plates-formes électroniques à utiliser pour exécuter les opérations qui seront à envoyer en compensation. S'il est possible de commencer à clearer et exécuter à la voix, l'utilisation des plates-formes sera nécessaire par la suite. Le marché US est plus avancé à ce niveau, puisque des plates-formes comme Tradeweb et Bloomberg ont déjà développé les interfaces nécessaires.

Au-delà des plates-formes d'exécution, les plates-formes d'affirmation deviennent également nécessaires dans le processus de clearing. Elles existent aujourd'hui essentiellement à des fins de matching de confirmation.

Prenons l'exemple d'une opération de Swap pour présenter de façon concrète des changements qui auront lieu. Au moment de l'exécution, le client sera dans l'obligation de signaler qu'il souhaite envoyer l'opération en clearing et préciser la chambre de compensation choisie. Ainsi, sa contrepartie – l'exécuting broker – devra également envoyer le reflet de cette transaction auprès de la même chambre de compensation. À noter que clearing induit nécessairement une incidence sur le prix et la cotation du produit.

La plateforme d'affirmation constituera par la suite l'entonnoir qui permettra de collecter l'ensemble des données économiques des transactions et les noms des contreparties afin d'envoyer la transaction auprès de la CCP. Cette dernière effectuera une analyse du risque avant d'accepter l'opération de clearing et prévenir le clearing broker du client du choix du prestataire de service pour l'opération considérée. En tant que client, si vous n'utilisez pas aujourd'hui ces plates-formes

pour les confirmations électroniques, l'obtention d'un accès sera nécessaire pour être « on-boardé » sur la plateforme, et votre choix clearing broker s'effectuera à cette étape.

Le processus de clearing apparaît donc comme un ensemble de chaînes qui s'appuient sur des plates-formes électroniques. Néanmoins, certaines ruptures peuvent avoir lieu car la CCP doit effectuer des analyses de risque et accepter l'opération, puis le clearing broker doit s'assurer qu'il a une disponibilité de lignes suffisante pour prendre en compte la transaction.

Une fois l'opération clearée, le client n'est plus face à sa contrepartie de marché mais au clearing broker – qui fait l'intermédiaire entre le client et la chambre de compensation. Ainsi, le clearing broker pourra s'appuyer sur les données qui sont fournies par la chambre de compensation pour tous les éléments relatifs au reporting, à la valorisation et aux appels de marge. Pour les clients, habitués à utiliser des outils et des méthodologies qui leur sont propres pour effectuer leurs valorisations et reportings, le fait nouveau est que les CCP deviennent un agent de calcul sur les portefeuilles clearés.

• Day to day business : l'équipe dédiée au clearing (Clearing Solutions Unit)

Cette nouvelle activité est conditionnée par la mise en place d'une équipe dédiée au sein du fixed income. Cette équipe devra être ségréguée du reste des activités pour accompagner le client durant la phase d'onboarding et être son interface au quotidien dès que les opérations sont exécutées et amenées dans la chaîne de clearing. En tant que client, vous aurez avec cette équipe une relation différente de celle que vous entretenez avec les marketeurs et traders au moment de l'exécution d'une opération. Cette équipe constituera votre point d'entrée sur vos portefeuilles clearés, et sera dédiée à l'interface entre vous et les chambres de compensation.

Présentation de l'offre de clearing OTC d'un clearing broker (suite)

Le collatéral management

La réglementation entourant le collatéral management comportera des impacts financiers significatifs à plusieurs niveaux :

- La collatéralisation s'effectuera désormais au quotidien et sur des montants plus importants du fait de l'utilisation des variation margins et initial margins.
- Les initial margins sont à ce jour peu répandues, leur utilisation est principalement effectuée par des hedge funds, avec une application transaction par transaction. Dans une perspective de clearing, les initial margins doivent couvrir l'ensemble du portefeuille sur l'intégralité de sa période de clôture. Chaque CCP pourra définir sa méthodologie, mais la pratique se basera globalement sur des modèles de VaR, essentiellement à 5 ou 10 jours de délai de clôture avec des intervalles de confiance à 99 %. De ce fait, les initial margins peuvent être très élevées pour des maturités longues ou des portefeuilles directionnels.
- Les variation margins, telles qu'elles existent aujourd'hui dans le monde bilatéral, capturent les évolutions mark-to-market du portefeuille. Dans le cadre du processus de clearing, la CCP débitera le clearing broker en devise sous-jacente. En tant que

clearing broker, BNP Paribas dispose d'un portefeuille avec de nombreuses devises clearables auprès d'un agent LCH, ce qui est problématique puisque nous devons gérer un grand nombre d'instructions de variation margins.

- Les initial margins peuvent être payées soit en cash, soit en titres en fonction de leur éligibilité par les CCP. Les initial margins peuvent constituer jusqu'à 10 % du notionnel pour des Swap sur des maturités longues. À la différence des variation margins qui peuvent être payées ou reçues selon la position du portefeuille, les initial margins sont toujours portées à la CCP par le client en face de son portefeuille.

Le clearing broker ne constitue pas uniquement une interface entre le client et la CCP, son rôle est porteur d'impacts non négligeables sur le schéma de clearing. En tant que clearing broker, nous sommes débités le matin, puis nous émettons des appels de marge sur la base des informations données par la CCP. Notre service comprend donc une notion de pré-financement de vos appels de marge auprès de la CCP. Notre trésorerie se retrouve également impactée lorsque le col-

latéral est reçu avec un décalage de quelques jours.

À BP2S, nous offrons à nos clients un service d'agent de collatéral qui permet d'optimiser la gestion des interfaces avec les différents clearing brokers et les différentes contreparties de marché – que ce soit sur des opérations listées, OTC ou même bilatérales. Ce service d'agent de collatéral traitera également des éventuelles transformations à effectuer sur des titres qui sont dans vos portefeuilles disponibles et qui ne sont pas des titres éligibles, de manière à exploiter la possibilité de les utiliser pour faire face aux demandes de collatéral que vous recevrez de vos différentes contreparties. En notre qualité d'agent de collatéral, nous sommes également amenés à publier des reportings véhiculant des identifiants clients. Des travaux de Place sont d'ailleurs en cours pour uniformiser les identifiants des transactions et des clients. Nous sommes donc en charge de reportings de plus en plus complets et qui sont essentiels pour justement réconcilier vos portefeuilles et vos activités.

Risque de contrepartie: dilution ou concentration ?

Les évolutions récentes du modèle de clearing nous poussent à poser une question fondamentale concernant le risque de contrepartie : est-ce que le nouveau modèle de clearing engendrera une disparition du risque de contrepartie – désormais ramené auprès de la CCP – ou au contraire une concentration de ce risque ?

Dans un référentiel bilatéral, la sélection des contreparties permet une dilution du risque de contrepartie des portefeuilles. Avec le recours aux CCP et clearing brokers, le choix des établissements sera relativement restreint. S'ajoute à cela le fait que les clients prennent en considération la complexité opérationnelle et le risque de fragmentation des demandes d'appel de marge, ce qui les pousse à sélectionner au minimum deux clearing brokers, seuil nécessaire pour assurer la portabilité des portefeuilles en cas de défaut d'un des

clearing brokers. Nous constatons donc une concentration du risque de contrepartie sur les portefeuilles clearés.

Dans le modèle européen, le clearing broker agit en tant que principal. Le client garde un risque de contrepartie sur le clearing broker, bien que la CCP soit chargée de gérer le défaut du clearing broker en dernier recours. Nos échanges avec nos clients nous ont révélé que cette composante est un point d'attention important pour leurs services juridiques et de gestion des risques.

De ce fait, un des critères primordiaux dans le choix de la CCP et du clearing broker sera la qualité et la solidité de crédit de ces établissements en tant que contreparties. Nous considérons également comme critère essentiel l'existence de relations bilatérales anciennes entre le client et le clearing broker ; élément qui peut être révélateur du service de clearing

broker pour des opérations OTC.

Ainsi, notre position de principal ne nous permet pas de nous décharger du risque de contrepartie face à nos clients. Nous émettons donc des appels de marges face aux clients en nous basant sur les montants calculés par la CCP. Cela dit, nous sommes confrontés à des différences entre les méthodologies des CCP, et même pour des opérations vanille où les différences entre des méthodologies de valorisations sont faibles, nous constatons que les courbes à la clôture sont différentes. Notre exposition résiduelle au risque de contrepartie est moins importante que dans le monde bilatéral, mais nous restons exposés au cours de la journée. En nous basant sur un modèle avec des appels de marges quotidiens, toute nouvelle opération ne donne pas lieu à un appel de marge, mais génère une position, et par conséquent des montants

Présentation de l'offre de clearing OTC d'un clearing broker (fin)

d'initial margin qui seront appelés le lendemain. Toutes choses égales par ailleurs, notre exposition croîtra avec les nouvelles opérations qui sont enregistrées, facteur qu'il nous sera nécessaire de calibrer.

Le client est amené à considérer que malgré la collatéralisation des opérations, le risque résiduel qui existe – à savoir le risque intraday – doit être capturé et suivi. Durant la phase d'on-boarding, nous devons, lors de nos négociations avec le client, prendre en considération l'évolutivité des portefeuilles d'activité existants. Ces éléments sont nouveaux pour les équipes de gestion des risques, et des discussions avec des asset managers, ainsi qu'avec des fonds qui sont en cours de constitution nous seront nécessaires pour appréhender ces nouveaux éléments. Notre objectif est de trouver le calibrage qui nous permette d'exercer notre activité de clearer sans rupture et sans dépassement de ligne, mais cela nécessitera du temps.

Au niveau de la CCP, le client a essentiellement le choix entre deux structures de comptes :

- Le modèle ségrégué, dans lequel le portefeuille d'OTC et les actifs sont bien identifiés. Par conséquent le portefeuille est revalorisé, avec des actifs de même valeur qui sont postés face à ce portefeuille.
- Le modèle omnibus – qui se pratique essentiellement pour les produits listés – basé sur des appels de marge nettés. Plusieurs configurations peuvent exister, avec par exemple un portefeuille omnibus tous clients confondus, ou tous fonds confondus pour un asset manager.

Nous observons une nette préférence pour une ségrégation des comptes, ce qui permet en cas de défaut du clearing broker à la CCP d'isoler parfaitement le portefeuille et les actifs du client, de les porter auprès d'un clearing broker de back-up ou de clôturer le portefeuille en retournant au client les marges résiduelles.

Nous considérons que le choix d'une CCP doit être conditionné par la façon dont elle définit

la gestion du défaut et gère le défaut de l'un de ses membres. Elles ont globalement toutes le même objectif, qui est de ne pas impacter les marges des clients pour éponger le défaut de l'un des participants. Néanmoins, elles ont toutes des règles différentes, d'où la nécessité de consulter leur rules book pour connaître la façon dont elles définissent ces étapes.

Le processus d'on-boarding est long, d'autant plus que le clearing est l'occasion de revoir les process internes et généralement de refaire des choix qui peuvent être structurants. À titre d'exemple, la réflexion peut porter sur l'outsourcing des middle-offices ou encore sur le choix d'un agent de collatéral. Les front offices sont également concernés, notamment par des sujets réglementaires puisque le clearing peut également avoir des impacts sur la manière dont les portefeuilles sont gérés et les opérations exécutées.

Documentation juridique : vers une standardisation ?

La documentation juridique relative au clearing sera probablement plus standardisée que celle relative à la négociation bilatérale. Les nouveaux documents qui sont exigés pour encadrer l'activité clearée se basent sur la documentation juridique existante. Les équipes juridiques auront besoin de temps pour analyser ces nouveaux documents, qui

sont en cours de finalisation.

En Europe, les premières orientations privilégient une documentation LCH et potentiellement une documentation différente par CCP. En parallèle, des discussions ont émergé durant l'été 2012 pour mettre en place une documentation juridique qui concernerait les différentes CCP. Par conséquent, des diver-

gences peuvent se mettre en place entre les équipes projet qui veulent finaliser le projet le plus rapidement possible pour commencer l'activité de clearing, et les équipes juridiques qui sont en attente d'une nouvelle documentation.

Pour conclure, je souhaiterais souligner que ces évolutions ont un coût, qui en dehors du coût du collatéral, se matérialise également par le coût de la prestation et le coût des plates-formes – que ce soit les middleware (les plates-formes d'affirmation) ou des CCP. Un point d'attention majeur de votre analyse devra donc se tourner vers des impacts financiers de ce nouveau métier et de cette nouvelle activité. ■

Révision de la MIF : Etat des lieux et perspectives pour le marché français

Karima Lachgar

Délégué Général, AFTI

Pour compléter le panorama réglementaire et législatif brossé dans le cadre des interventions précédentes, Marie-Thérèse Aycard et moi-même – qui co-anime le groupe de travail transversal MIF2 de l'AFTI – vous proposons une grille de lecture des principales nouveautés induites par l'adoption du rapport Markus Ferber au Parlement européen.

Les travaux du groupe transversal AFTI se concentrent sur les impacts post-marché, mais nous engageons des discussions régulières avec des BFI, des brokers et des sociétés de gestion pour avoir leur point de vue. Ces derniers ont des préoccupations qui peuvent avoir des impacts indirects sur les acteurs du post-marché. En effet, les contraintes qui sont fixées en amont au niveau du sell-side et du buy-side peuvent induire des changements au niveau des chaînes de traitement et des processus. D'autre part, les acteurs du post-marché peuvent développer des solutions pour optimiser l'effort de mise en conformité avec les textes qui seront adoptés dans les semaines à venir.

Dans l'optique de souligner les faits marquants depuis la publication du projet de directive et du projet de règlement en octobre 2011, nous souhaitons insister sur deux aspects :

- Premier point : Malgré les différentes sensibilités politiques qui s'expriment au Parlement européen, celui-ci a réussi à adopter un compromis avant le Conseil. Cela nous amène à en déduire que le Parlement européen exercera probablement un magistère d'influence non négligeable dans la suite des événements avec deux types de dispositions possibles selon nous :
 - Le premier type de disposition englobe les nouvelles propositions du Parlement auxquelles le Conseil n'a pas fait écho en considérant que cela ne faisait pas partie des priorités politiques fixées par chaque État membre. Sur toutes les dispositions en matière de protection des investisseurs, le Parlement européen sera force de proposition.
 - Le deuxième type de disposition sur lesquelles le Parlement européen peut avoir un magistère d'influence porte sur les dispositions qui constituent des priorités politiques, de réels enjeux concurrentiels et stratégiques. Aucun compromis n'a été trouvé à ce stade entre les différents États membres.
- Le deuxième élément sur lequel nous souhaitons appeler votre attention est un élément de calendrier. Aucun accord politique au niveau du Conseil ne sera conclu sous présidence chypriote. Par conséquent, le meilleur cas de figure aboutira à un accord politique au cours du premier semestre 2013 sous Présidence Irlandaise, lançant la phase de négociation en trilogie. Nous

estimons la durée de ce processus de 2 à 6 mois, mais cette estimation dépend de la volonté du Conseil d'anticiper cette phase de trilogie et d'intégrer dans l'accord politique des dispositions proposées par le Parlement européen pour démontrer la volonté des deux co-législateurs à trouver un terrain d'entente. Une fois cette phase de trilogie achevée et les textes de niveau 1 et 2 émis, les mesures de niveau 2 devront être prises rapidement.

Ces observations nous poussent à mettre en avant la nécessité de prendre en compte la charge de travail confiée à l'ESMA. La directive AIFM a mis en exergue les problématiques liées aux délais contraints de mise en place. Nous pensons que les législateurs qui fixent la date butoir de transposition des textes et leur date d'entrée en vigueur devraient prendre en compte la charge de travail que constitue pour l'ESMA et pour l'industrie financière en général l'obtention des mesures de niveau 2, seulement 3 ou 4 mois avant les délais de transposition. De plus, la difficulté à tenir les délais constitue un message négatif envoyé aux clients, aux acteurs au niveau international, ce qui nuit à la compétitivité de la Place financière européenne.

Nous vous présenterons dans ce qui suit le détail de quelques dispositions, en insistant sur trois grandes parties :

- Le champ d'application proposé par le rapport du Parlement ainsi que quelques définitions.
- Les dispositions en matière de protection des investisseurs.
- Les principales dispositions en matière d'organisation de marchés et de transparence.

Révision de la MIF : Etat des lieux et perspectives pour le marché français (suite)

Marie-Thérèse Aycard

Associée, Ailancy

Analyse détaillée du rapport parlementaire Ferber

- **Des changements en termes de périmètre**

En termes de périmètre, les textes du Parlement mettent en relief trois grands faits marquants :

- La tenue de compte-conservation redevient un service auxiliaire.
- Les assureurs deviennent concernés par la mise en application de la directive MIF.
- Les dépôts structurés entrent dans le champ d'application de la directive.

En comparant les textes du Parlement avec les projets de textes du Conseil, nous constatons que les évolutions ne sont pas totalement similaires puisqu'au niveau du Conseil la tenue de compte-conservation reste un service principal, comme dans le projet d'octobre 2011. D'autre part, aucune mention n'est faite de l'intégration des compagnies d'assurance dans le périmètre de la directive MIF. Nous sommes donc en attente des textes définitifs du Conseil et des textes qui seront émis après le trilogue.

- **Mieux protéger l'investisseur : de nouvelles responsabilités pour les producteurs et les distributeurs**

Je souhaite attirer votre attention sur de nouvelles responsabilités qui vont incomber d'une part aux distributeurs et d'autre part aux producteurs, du fait de l'introduction de la notion de catégorie de client dans les textes du Parlement.

Le producteur doit désormais indiquer pour chacun de ses produits la catégorie de clients pour laquelle le produit a été conçu. Le producteur a la responsabilité d'informer tous les distributeurs, et le distributeur doit de son côté s'engager à ne commercialiser ce produit qu'envers la catégorie de clients concernée.

Nous avons relevé une ambiguïté dans le monde des sociétés de gestion et des OPCVM, puisque les sociétés de gestion sont

exclues du périmètre de la MIF. Cette position est clairement stipulée au niveau de l'article 2 : « les sociétés de gestion font partie des acteurs exemptés ».

En revanche, les parts d'OPCVM sont explicitement des produits d'investissement concernés par la MIF. Le distributeur qui distribue des parts d'OPCVM a donc la responsabilité de viser une catégorie de clients, mais le producteur dudit produit n'a pas la responsabilité de déclarer la catégorie de clients visée.

Nous sommes en attente du texte définitif mais le Conseil n'a émis à ce stade aucune nouvelle précision concernant les catégories de clients.

- **Mieux protéger l'investisseur : de nouvelles informations communiquées à l'investisseur**

De nouvelles exigences au niveau des textes du Parlement concernent le reporting adressé aux clients, avant même que l'investissement ne soit effectué.

Le distributeur doit communiquer à l'investisseur potentiel une simulation de l'ensemble des coûts afférents à l'investissement envisagé. Par la suite, un reporting annuel devra récapituler l'intégralité des coûts relatifs à cet investissement (si ce dernier a effectivement lieu).

Pour certains produits, l'ambition de transparence est synonyme de complexité. Certains coûts – par exemple pour les produits structurés – sont multi-produits, ce qui rend complexe une réaffectation unitaire à chaque produit.

Les textes du Conseil – qui ont beaucoup moins évolué que ceux du Parlement – n'évoquent pas ces nouvelles exigences.

Concernant les enregistrements relatifs aux transactions conclues, nos revendications n'ont pas abouti puisque cette obligation est maintenue.

En revanche, le lobbying allemand a porté ses fruits, en obtenant du Parlement la possibilité de remplacer les enregistrements par une retranscription écrite et signée du client. Cette option est en général considérée comme plus complexe par les acteurs français.

La période de conservation est passée au niveau des textes du Parlement de 5 ans à 1 an, mais 1 an après la fin de l'investissement. Une ambiguïté apparaît concernant la définition de la fin de l'investissement. Si elle correspond à la vente du produit, la durée de conservation pourrait aller jusqu'à 30 ans par exemple... Des précisions sont attendues à ce sujet dans les textes définitifs. Au niveau du Conseil, le délai d'enregistrement reste fixé à 5 ans.

Les exigences vis-à-vis des collaborateurs personnes physiques qui sont en relation avec la clientèle sont renforcées par le Parlement. Les EI (entreprises d'investissement) doivent s'assurer et démontrer que les personnes physiques fournissant des conseils en investissement ou des informations sur les produits d'investissement, des services d'investissement ou des services auxiliaires à des clients disposent des connaissances et compétences nécessaires pour remplir leurs obligations. Les EI doivent également publier les critères utilisés pour l'évaluation.

Les tests à effectuer au regard de la clientèle sont également renforcés. L'EI doit évaluer la capacité du client à supporter des pertes, et sa tolérance au risque.

La réflexion devra porter sur la méthode d'évaluation à appliquer, mais aussi sur l'actualisation des résultats obtenus puisque la capacité à supporter des pertes est évolutive dans le temps. Le Conseil n'a pas apporté de nouveaux éléments à ce sujet.

Révision de la MIF : Etat des lieux et perspectives pour le marché français (suite)

• **Mieux protéger l'investisseur : un renforcement des mesures visant à réduire les conflits d'intérêt**

Parmi les mesures prises pour réduire les conflits d'intérêt, apparaît la réduction des mandats qui concernent les organes de Direction. Le même texte stipule qu'un tiers des comités des organes de direction devront être composés de femmes.

Dans la même logique de protection des investisseurs, les EI doivent garantir que la structure des rémunérations ne peut en aucun cas aller à l'encontre des intérêts du client. Cette préoccupation est également mise en avant dans les textes du Conseil.

• **Mieux protéger l'investisseur : de nouvelles exigences relatives aux inducements**

Le Parlement spécifie que les EI peuvent continuer à percevoir des inducements sous réserve d'une totale et exhaustive transparence vis-à-vis du client. Le client doit être avisé et informé de l'existence de ces inducements. Cette position a été adoptée au niveau des textes européens, chaque État membre aura la latitude de renforcer ces exigences localement. Nous constatons un risque d'hétérogénéité entre les différents pays, et sommes dans l'attente de la position qui sera prise par les autorités françaises.

Ces dispositions s'appliquent aux inducements d'une façon globale. Pour les acteurs du conseil en investissement, les inducements sont interdits si le conseil est exercé sur une base indépendante.

Les inducements sont également interdits dans le cadre de l'exécution des ordres. Un négociateur RTO ne peut en aucun cas recevoir d'inducement de la part d'une plateforme de négociation.

Karima Lachgar

• **Protection des investisseurs : des pouvoirs d'intervention des régulateurs étendus dans le cadre de la commercialisation des produits financiers**

La protection des investisseurs est renforcée par un volet de pouvoirs qui sont conférés aux autorités compétentes pour contrôler les pratiques de commercialisation.

Les autorités compétentes auront la possibilité d'interdire ou de restreindre les pratiques ou les activités visées par la MIF, sous réserve de notifier au préalable leur décision à l'ESMA. Notons que l'ESMA a également la faculté de prendre ce type de mesure.

Les pouvoirs d'intervention des autorités compétentes peuvent être appliqués en deux temps ; la restriction et l'interdiction peuvent s'appliquer ex-ante, c'est-à-dire avant la commercialisation du produit au niveau européen, ou s'appliquer ex-post.

Du fait d'une certaine hétérogénéité dans les objectifs politiques qui sont fixés par chaque autorité compétente en matière de contrôle des pratiques de commercialisation, des distorsions de concurrence pourraient émerger. Le rôle de l'ESMA sera crucial pour garantir l'efficacité du dispositif proposé par la Commission européenne et confirmé par les deux co-législateurs.

• **Accès des prestataires de pays tiers : la consécration d'une approche par catégorie de client**

Les dispositions adoptées relativement à l'accès des entreprises d'investissement de pays tiers aux territoires communautaires correspondent globalement à la ligne de la Place de Paris.

Ces dispositions consacrent notamment une approche par catégories de clients. Dès lors qu'une entreprise d'investissement d'un pays tiers souhaite s'adresser à des clients de détail ou à des clients de détail qui ont opté pour la catégorie professionnelle, alors cette entreprise d'investissement doit nécessairement établir une succursale dans un État membre. Ladite entreprise devra stratégiquement choisir son État membre puisqu'elle aura l'obligation d'y avoir une part significative d'activité.

Nous constatons de fortes similitudes avec la directive AIFM. En revanche, une l'entreprise d'investissement qui s'adresse à des clients professionnels par nature et des contreparties éligibles n'est pas dans l'obligation d'établir une succursale. Pour autant, le pays tiers dans lequel l'EI a établi son siège social doit figurer dans le registre de l'ESMA afin que celle-ci puisse examiner les conditions d'équivalence. Ces dispositions sont globalement

satisfaisantes, malgré l'absence d'exigences de réciprocité.

• **Structuration et transparence des marchés : encadrement des collecteurs de données de marché et obligation de déclarer les transactions**

Le Parlement a pris des dispositions plus lourdes en matière de transparence post-trade que ce qui a été prévu dans la proposition initiale de la Commission Européenne. En effet, le processus de normalisation des informations qui doivent être consolidées exige une identification de l'instrument financier, ainsi que des indications sur les prix, les volumes, et le calendrier de la transaction.

La question de la création d'une « Consolidated Tape » unique européenne est au cœur des débats. Aucune clause de révision n'est prévue à ce sujet. Si les forces du marché ne répondent pas aux objectifs qui sont fixés dans les dispositions, alors la Commission européenne devra – dans le cadre d'un rapport – formuler des propositions concrètes vis-à-vis du Parlement et du Conseil.

Aussi, en matière de reporting des transactions, des incertitudes demeurent concernant les collaborateurs concernés par l'ID Trader. Le périmètre pourrait englober les collaborateurs travaillant dans les BFI, et les front-offices, et

Révision de la MIF : Etat des lieux et perspectives pour le marché français (fin)

même être plus large.

Des précisions ont été apportées par le Parlement et le Conseil concernant l'ID client. Pour les personnes morales, l'ID sera le LEI. En revanche, pour les personnes physiques, chaque autorité compétente aura la charge de clarifier ce point au niveau national.

• **Structuration et transparence des marchés: critères pour la mise en place des accès entre infrastructures de marché (plates-formes de négociation et CCPs)**

Concernant l'accès aux CCP, nous constatons que le périmètre des instruments financiers concernés exclut les dérivés listés. Ce constat n'est pas entièrement négatif car cette décision a pris en compte le bilan dressé dans le cadre de MIF1. La demande d'accès pourra ainsi être refusée sur la base de critères objectifs. Un niveau 2 à l'ESMA aurait pu être dédié à définir dans le détail ces critères objectifs, à savoir le risque de mise en péril des marchés financiers et le risque de fragmentation de la liquidité, mais ce sujet reste en suspens.

Un autre aspect positif du périmètre est la prise en compte des modalités pratiques qui sont contraignantes pour les infrastructures de marché. Par exemple, les délais d'examen d'une demande d'accès à une CCP sont passés de 3 à 12 mois – ce qui est plus raisonnable. Également, la demande de refus devra être basée sur une analyse approfondie du risque.

• **Structuration et transparence des marchés: obligation de compenser sur des CCPs les instruments financiers négociés sur des plates-formes de négociation**

Certaines dispositions, qui font écho au règlement EMIR, sont également à mettre en parallèle avec la définition des OTC et la définition des OTF. Ainsi, dans EMIR et en partie dans la MIF, les dérivés doivent obligatoirement être compensés sur des contreparties centrales. La conséquence directe de la compensation des dérivés sur des contreparties centrales est l'utilisation de plates-formes régulées. Dans les faits, cela s'est traduit par un effet de balancier:

- Avant MIF1, les transactions étaient concentrées sur des plates-formes historiques.
- MIF1 a cassé ce monopole, et a favorisé l'apparition d'autres modes de négociation: crossing network, dark pool, etc.
- La tendance est actuellement à une diminution des transactions de gré à gré au profit des opérations effectuées sur des plates-formes régulées.

• **Structuration et transparence des marchés: contrôle et pouvoirs d'intervention en matière de positions sur les marchés de commodities**

Nous souhaitons dans ce qui suit souligner les modalités d'attribution des pouvoirs aux autorités compétentes et opérateurs de marché en matière de commodities (marché des matières premières). Ces modalités se rapprochent des pratiques retenues en matière de commercialisation:

- Dans le texte du Parlement, les opérateurs de marché doivent mettre en place des systèmes de contrôle des positions et peuvent limiter ou restreindre les prises de position. L'ESMA, qui joue un rôle de coordinateur, peut également prendre des positions.
- Dans le texte du Conseil, le premier niveau ne concernerait pas les opérateurs de marché mais les autorités compétentes. Des précisions supplémentaires sont attendues à ce sujet. Notons que les entreprises d'investissement auront l'obligation de rendre public l'ensemble des positions agrégées, et de les transmettre à l'ESMA ainsi qu'à l'ensemble des autorités compétentes.

Quelques définitions sont avec votre disposition sur le support de la présentation. Je laisse la parole à Marie-Thérèse pour la conclusion.

Marie-Thérèse Aycard

Afin analyser la portée des impacts réglementaires sur la base des textes définitifs, un délai de six mois au minimum sera nécessaire.

En l'attente de cette analyse, nous notons deux points d'attention vis-à-vis de l'ESMA. Le premier point porte sur sa capacité à traiter l'ensemble des sujets à analyser, et le deuxième point est relatif aux modalités selon lesquelles l'ESMA communiquera auprès des acteurs concernés.

La position de l'ESMA sera donc cruciale pour vous aider – acteurs concernés – à la mise en œuvre de MIF2. ■

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral

Alain Pochet

Head of Clearing, Custody & Corporate Trust, BNP Paribas Securities Services

Nous sommes ravis d'accueillir à cette table ronde de grands professionnels du monde bancaire et de nos infrastructures pour nous éclairer sur les impacts concrets de ces évolutions réglementaires.

Des interventions de ce matin, nous pouvons retenir deux points importants. La compétition s'est intensifiée sur les marchés après MIF1, tant au niveau du Trading que de la Compensation. Le Clearing des produits OTC post EMIR/DFA a donné lieu à une concurrence forte entre les quelques grandes Chambres de Compensation européennes et américaines ayant décidé de s'y investir. Quid dans le futur de la concurrence aussi sur la négociation, y compris avec les entreprises de Marché ?

- L'objectif louable et nécessaire de ces nouvelles réglementations est de sécuriser les marchés et leurs acteurs, ceci induisant des coûts supplémentaires que nous évoquerons au cours de nos discussions, en particulier en matière de Collatéral.
- L'utilisation de Collatéral n'est en rien nouveau et est apparu avec les marchés financiers. Le Collatéral est aujourd'hui indispensable au fonctionnement du monde financier dans son ensemble. Pas un paiement "gros montant" (Large Value Payment) ou Retail (Low Value Payment / ECH), pas un achat de titre, pas un produit dérivé listé et OTC, clearé ou non, qui ne soit opéré sans mobilisation de Collatéral. Et le montant total mobilisable nécessaire a connu et connaîtra une croissance exponentielle à laquelle nous devons être préparés.

Denis Beau, ces évolutions ont un impact fort sur les acteurs buy side, sell side ou les infrastructures que vous surveillez – Quels sont les principaux éléments à retenir des analyses d'impact que nos régulateurs et notre banque centrale ont entrepris en la matière ?

Denis Beau

Directeur Général des opérations, Banque de France

Les réglementations qui émergent tirent les leçons de la crise que nous avons traversée. Un objectif prioritaire est de renforcer la solidité d'infrastructures qui sont amenées à jouer un rôle de plus en plus important, comme les chambres de compensation. De ce fait, les exigences à remplir pour pouvoir opérer dans le monde des infrastructures augmentent.

Parallèlement à cela, l'objectif est de créer un level playing field et un champ concurrentiel ouvert. La conjonction de ces deux effets devrait aboutir à une concurrence qui doit tirer l'industrie vers le haut. L'objet des standards qui ont été développés est que la concurrence ne mette pas en péril la sécurité.

Dans une industrie à coût fixe, ces évolutions réglementaires sont de nature à faciliter une recomposition du paysage et une consolidation. Dans une première phase, on pourrait assister à l'émergence de nouveaux acteurs. La mise en production de T2S dans le monde des CSD sera sans doute également un facteur structurant du paysage financier.

Cette concurrence a aussi vocation à s'élargir au plan international, bien que cela pose un certain nombre de problèmes de cohérence des réglementations d'une zone monétaire à une autre.

Alain Pochet

Christophe Hémon, vous dirigez LCH.Clearnet SA, Chambre de Compensation française mais opérant sur toute la gamme de produits financiers internationaux, Actions, Taux, Dérivés Listés et plus récemment OTC (CDS). Pouvez-vous nous éclairer sur l'évolution de l'activité LCH.Clearnet dans ce nouveau contexte ?

Christophe Hémon

Directeur Général, LCH.Clearnet SA

Les initiatives de LCH.Clearnet SA couvrent trois grandes catégories de produits dérivés OTC: les Swaps de taux d'intérêt, les CDS et le Forex.

L'une des initiatives principales de LCH. Clearnet SA est donc le modèle SwapClear. Ce modèle, le plus ancien sur l'OTC, s'est beaucoup développé aux États-Unis ces dernières années avec l'ouverture de notre bureau de New-York et la mise en place de notre offre de client clearing.

Nous sommes désormais confrontés à de nouveaux clients, dont les exigences différentes de celles des banques d'investissement. Le collatéral que ces clients-là souhaitent déposer est bien souvent différent de celui que nous avons l'habitude de gérer, avec parfois des substitutions moins rapides. À titre d'exemple, nous avons dû nous adapter à des clients nous proposant des titres municipaux américains. Il nous a donc fallu apprendre à accepter ces nouveaux types de dépôt en tant que collatéral, apprendre à les gérer, et surtout en tant que chambre de compensation, apprendre à les liquider. La liquidation relève par ailleurs d'un processus très encadré. Les chambres de compensation ne décident pas seules des critères d'exigibilité à appliquer puisque nous nous appuyons sur un comité des risques, composé d'utilisateurs de banques et de représentants des plates-formes. Toutes ces politiques de gestion du collatéral ou d'investissement du collatéral sont approuvées par nos comités des risques et sont ensuite soumises à nos conseils ainsi qu'à nos régulateurs. Notre offre SwapClear est bien développée

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral (suite)

aux États-Unis et en Europe (en particulier au Royaume-Uni).

L'offre ForexClear connaît un développement plus modeste lié aux hésitations sur le Forex et du gel imposé par le FSA. En effet, le FSA avait mis en place une série de back tests à organiser en interne pour assurer la robustesse des modèles de gestion des risques face à un défaut.

Nous avons également développé une offre sur les CDS, différente de celle en vigueur au sein du groupe jusqu'à présent. Ainsi, les services SwapClear et ForexClear sont offerts depuis Londres et CDSClear depuis Paris. Nous avons tout d'abord lancé cette offre en 2010 sur les indices européens iTraxx, et nous souhaitons désormais lancer le modèle de client clearing en février de l'année prochaine et par la suite les single names.

La particularité de ces offres OTC est que nous sommes soumis à des réglementations différentes : EMIR en Europe, et Dodd-Frank Act aux États-Unis. Aussi, sommes-nous confrontés à des modèles de gestion de collatéral différents, avec un modèle LSOC aux États-Unis, et un modèle très ségrégué en Europe. Ces particularités sont à intégrer à la fois dans nos systèmes en termes de gestion des risques mais également dans nos relations avec les clients. À titre d'exemple, nous traitons avec la CFTC pour la partie CDS sur indices, et nous sommes en cours d'obtention du statut DCO. Pour compenser les CDS sur single names, nous devons demander une reconnaissance à la SEC qui demande un oversight sur l'ensemble de nos activités. Cela nous confronte donc à un problème d'extra-territorialité. En effet, si la SEC revendique un droit de regard sur les single names, elle peut demander à contrôler la gestion des titres italiens dans le cadre de notre lien d'interopérabilité avec CC&G ou les activités cash equity de NYSE Euronext. Cela est problématique puisque la réciprocité n'existe pas.

En ce qui concerne l'évolution de la concurrence entre les chambres de compensation qui se positionnent actuellement dans le monde des dérivés OTC :

Tout d'abord, SwapClear est le leader sur le marché OTC des swaps de taux d'intérêt. SwapClear développe des relations à l'international. Des relations ont été établies avec le Japon mais semblent évoluer vers la mise en place d'un modèle développé localement plutôt qu'un partenariat. D'autres liens ont été établis avec l'Australie et le Canada.

Sur la partie Forex, la concurrence reste faible pour le moment et les volumes, bien que modestes encore sont tout à fait encourageants. Au niveau des CDS, ICE Clear est le leader pour l'instant mais notre ambition est bien de leur contester ce leadership.

Concernant le troisième volet de votre question, nous constatons à travers les nombreuses due diligences (cinq ou six) qu'a connu le groupe LCH.Clearnet depuis plusieurs années, que le marché de l'OTC est attractif du fait des revenus qu'il pourrait générer. Les produits qualifiés de « plain vanilla » pourraient constituer une nouvelle source de développement, alors que les produits OTC seront moins attractifs pour les échanges car les banques en tirent des marges importantes.

Le marché de l'OTC a la particularité d'avoir une gouvernance très différente des produits listés. Ces derniers sont gouvernés par les échanges via leurs conseils et leurs actionnaires. En revanche, le marché de l'OTC est principalement gouverné par les utilisateurs, qui aident au développement, et parfois au financement, des modèles de gestion des risques. Une évolution des produits listés de type plain vanilla est probable, ce qui susciterait une évolution notable en termes de gouvernance avec les échanges.

Alain Pochet

Valérie, vous dirigez avec beaucoup d'efficacité Euroclear pour la zone ESES. Quels sont, dans toutes ces évolutions réglementaires, les éléments les plus impactants pour votre activité de CSD pour la zone ESES ?

Valérie Urbain

Directeur Général, Euroclear France

Les évolutions réglementaires évoquées lors de cette conférence n'ont a priori pas d'impacts directs sur notre activité. Pour autant, l'accompagnement de nos clients pour faire face à toutes ces nouvelles exigences a sur nous des impacts indirects. À cet effet, nous développons actuellement une offre de gestion de collatéral pour pouvoir faciliter toutes ces nouvelles obligations.

Cela dit, nous sommes en attente de la réglementation sur les CSD, dont les impacts pourraient se matérialiser à deux niveaux :

- Une harmonisation des régimes de pénalité en ce qui concerne les dénouements. À titre d'exemple, Euroclear France a déjà mis en place un système de pénalités depuis plusieurs années alors que l'équivalent n'existe pas dans les autres pays, d'où la nécessité d'adapter le système actuel.
- L'adaptation au passage à T+2, qui devrait avoir lieu avant le passage à Target 2 Securities. L'impact au niveau de l'adaptation de nos systèmes sera minime car nous sommes aujourd'hui capables d'effectuer du T+0. En revanche, cela nécessitera une revue de l'activité en amont, non seulement avec nos clients directs mais aussi avec leurs donneurs d'ordres. Nous souhaitons d'ailleurs faciliter le travail du comité de Place pour être sûr que toute la chaîne soit prête pour le passage à T+2.

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral (suite)

Alain Pochet

Jean-Christophe Morandeau, vous représentez l'investisseur final, donc la personne-clé de cette table ronde. Votre position dans le service juridique de Natixis Asset Management vous amène à décider d'investir en Asie, en Amérique, en France, sur des produits listés OTC, des actions, des obligations... etc. Parmi les éléments abordés aujourd'hui, quels sont ceux qui amènent le plus de valeur pour vous ? Mais voyez-vous aussi dans ces évolutions de la complexité ou des coûts supplémentaires ?

Jean-Christophe Morandeau

Directeur juridique,
Natixis Asset Management

Aujourd'hui, EMIR constitue une des préoccupations premières pour les asset managers et pour Natixis Asset Management en particulier. Nous avons lancé le projet EMIR depuis plus d'un an et demi, et nous avons déjà retenu deux clearing brokers. Pour nous, cela constitue un projet ambitieux, mais qui pose des problématiques relatives au risque de contrepartie évoqué sur le clearing broker et au choix de la chambre de compensation. Au départ, nous anticipions une tendance à l'harmonisation, à la simplification et à un accroissement des dérivés listés mais finalement nous aboutissons à une réglementation renforcée. Cela nous amène à exprimer des inquiétudes sur la possibilité de l'émergence d'un monde à trois vitesses : les anciens produits OTC, les produits OTC clearés et les produits listés. S'ajoute à cela le fait que certaines interrogations restent en suspens, concernant les instruments éligibles et la date d'entrée en vigueur par exemple.

D'un autre côté, les nouvelles réglementations entraînent pour nous des contraintes fortes en termes de coûts. Notamment, les guidelines ESMA sur les OPCVM publiées en juillet dernier nous semblent contradictoires avec EMIR dans la mesure où une des problématiques importantes pour les OPCVM sera de pouvoir livrer du collatéral éligible. Si nous n'en disposons pas dans notre portefeuille, nous devrions effectuer des opérations de prêts de titres, ou des opérations de prise en pension. Or, selon les guidelines ESMA, nous n'avons pas la possibilité de réutiliser les titres, et les OPCVM se retrouvent dans

une forme d'impasse. Pour faire face à cette problématique, nous sommes amenés à revoir nos process de gestion pour envisager le cas échéant de réduire l'utilisation des dérivés afin de limiter l'impact du coût de ces opérations pour les portefeuilles.

Les guidelines ESMA établissent également de nouvelles règles de diversification des risques sur les poches de collatéral pour les OPCVM et traitent de la rémunération de ces opérations. Les sociétés de gestion, les dépositaires et les contreparties se rémunèrent sur ces opérations d'où des interprétations très diverses sur la portée de l'obligation qui prévoit que désormais l'ensemble de la rémunération d'une opération de prêt/emprunt ou de pension hors coûts opérationnels doit revenir à l'OPCVM.

Alain Pochet

Alex Buffet, vous dirigez le déploiement middle-office et dérivés pour la Société Générale. Comment voyez-vous l'évolution de la demande de vos clients et l'adaptation de vos services pour répondre à ces nouvelles contraintes ?

Alex Buffet

Directeur Services Dérivés et Middle Office,
Société Générale Securities Services

Plusieurs éléments parmi ceux évoqués ce matin impacteront notre offre. D'un côté, le collatéral, n'est pas aujourd'hui systématique, mais représente tout de même une part importante, d'environ 70 % du total des transactions. Seconde caractéristique, les appels de marge sont calculés en mark-to-market. Enfin, l'environnement de production reste très manuel chez certains clients, qui utilisent encore largement des feuilles Excel. Avec la nouvelle réglementation plusieurs évolutions sont attendues :

- Les besoins en collatéral vont nécessairement fortement augmenter. Le marché du collatéral représente à peu près 3 trillions de dollars, et risque d'augmenter de deux voire trois trillions.
- Le passage à un ajustement quotidien du collatéral, par opposition à l'ancien modèle où les appels de marges se faisaient à une fréquence moindre et souvent de façon hebdomadaire.

Il devient indispensable d'industrialiser le process de gestion du collatéral.

- Les besoins de cash seront de plus en plus importants. La couverture des variations marginales se fera exclusivement en cash et seul le cash et des titres de première catégorie seront acceptés pour l'Initial margin, ce qui bien sûr posera des problèmes de couverture des besoins de collatéral.
- Pour le bilatéral enfin, les exigences en capitaux seront nettement plus fortes.

Ces évolutions porteront des contraintes fortes pour le buy-side. Parmi ces contraintes, nous pouvons citer :

- L'accroissement de la complexité des opérations, ainsi que des coûts de traitement. Cela risque d'impacter la rentabilité des opérations et de faire émerger des arbitrages pour la prise en compte des besoins de collatéral dans les stratégies de gestion.
- Les OTC resteront toutefois incontournables dans certains domaines, comme les fonds à formule, ce qui pose la question de la rentabilité de ce type de stratégie.
- En définitive, tout va dépendre de la capacité du buy-side à répercuter les prix sur les clients finaux qui sont les investisseurs.

Alain Pochet

Laurent Durdilly, vous dirigez le département marketing, produits et solutions de CACEIS. Nous avons longuement abordé les besoins qui émergent en termes de collatéral, mais pouvez-vous nous apporter un éclairage, en particulier sur la partie spécifique liée aux opérations one to one qui restent importantes pour le client ?

Laurent Durdilly

Directeur du Marketing et du Développement Produits Groupe CACEIS

EMIR est actuellement fortement lié à la généralisation du clearing sur les produits OTC. Pourtant, nous avons constaté que le périmètre de produits clearés proposés par les chambres de compensation était essentiellement focalisé sur les IRS et les CDS sur index. Certains produits dérivés OTC resteront gérés en bilatéral.

Cela dit, la directive EMIR impacte aussi certains produits bilatéraux puisqu'elle leur

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral (suite)

impose des contraintes de collatéralisation. Parmi les produits bilatéraux qui sont collatéralisés apparaissent les Swaps de performance des fonds à formule par exemple, mais de nombreux produits dérivés échappent à la contrainte de collatéralisation. Les mesures de niveau 2 parues en octobre sont explicites au sujet des produits bilatéraux soumis à une obligation de collatéralisation, puisque le périmètre inclut l'ensemble des Swaps de change et le change à terme, ce qui représente des volumes de transactions et des capitaux considérables. Une période de transition, marquée par la cohabitation des OTC clearés et des OTC non-clearés, sera inévitable.

Les clients institutionnels et sociétés de gestion sont confrontés à un accroissement de la complexité opérationnelle sous l'effet d'EMIR. En effet, ces acteurs sont confrontés à de nouvelles problématiques pour gérer des produits clearés, des produits non-clearés, et choisir la chambre de compensation... etc. À titre d'exemple, le choix de la chambre de compensation nécessite la prise en compte des risques de contrepartie, et généralement le choix de plusieurs clearing brokers pour diversifier les risques. Les modalités d'évaluation du collatéral varient également, ce qui engendre une complexité nouvelle. En effet, les variations marginales qui sont calculées en mark-to-market généralement à fréquence hebdomadaire doivent désormais être évaluées à fréquence quotidienne.

D'un point de vue opérationnel, les systèmes de ces clients institutionnels doivent être adaptés à l'ensemble des évolutions citées, d'où la volonté de certains de nos clients de rechercher un partenaire pour outsourcer cette complexité. Pour les acteurs du monde de la conservation et des dépositaires, EMIR peut constituer une opportunité pour proposer toute une série de services aux asset managers et aux institutionnels de sorte qu'ils puissent trouver un partenaire à qui outsourcer cette complexité additionnelle.

La gestion du collatéral peut aussi constituer un autre type d'opportunité pour les acteurs qui sont en mesure d'en appréhender la rareté. Le collatéral est actuellement géré en silos, et les acteurs concernés doivent apprendre à retransversaliser ces besoins de collatéraux, en

avoir une vision par contreparties, des retours et des échéances pour assurer une meilleure gestion à nos clients pour l'ensemble de cette ressource qui devient de plus en plus rare.

Alain Pochet

Denis, pouvez-vous nous indiquer la manière dont s'effectuera la supervision des mesures évoquées ? Considérant qu'une supervision nationale est difficile à mettre en place, pensez-vous qu'elle tendra à devenir de plus en plus internationale et quid des épineux sujets d'extraterritorialité ?

Denis Beau

Avant de répondre à votre question, je souhaiterais faire un commentaire sur l'évolution de la demande de collatéral. En se plaçant du point de vue du régulateur, la grande variété d'estimations sur les impacts en termes de demande de collatéral est frappante.

De mon point de vue, deux paramètres essentiels sont à prendre en compte dans l'évolution de la demande effective :

- Certains aspects de la réglementation qui sont en cours de calibrage, comme Bâle 3 sur les aspects liquidités.
- L'évolution de la demande de collatéral comporte des facteurs cycliques ou conjoncturels. Avec la crise, nous avons assisté à un reflux des échanges non-collatéralisés vers les échanges collatéralisés, accompagné d'une activité plus forte sur le marché du repo. Cet aspect tendra à s'atténuer avec la sortie de crise, comme l'intermédiation accrue des banques centrales dans l'Euro-système pour ce qui est de la zone euro.

Il faut aussi tenir compte de la réaction du marché en termes d'offre. Bien que la demande augmente, des efforts importants sont engagés par de nombreux acteurs pour optimiser le stock utilisable, accélérer sa vitesse de rotation ainsi que les capacités d'utilisation. Ainsi, la Place de Paris a des projets importants pour développer des offres de services afin de faire face à l'évolution de cette demande - que ce soit le tripartite repo, ou la titrisation des créances privées.

Alain Pochet

Je propose que nous revenions ultérieurement sur la question de la supervision afin de laisser la parole à Christophe et Valérie concernant les projets d'optimisation cités à l'instant, et en particulier le CBWP, le Collateral Basket With Pledge.

Christophe et Valérie, pouvez-vous nous expliquer comment nos deux grandes infrastructures s'adaptent en matière d'optimisation et d'offres de services pour répondre aux besoins nouveaux ?

Christophe Hémon

Des besoins nouveaux sont effectivement en train d'émerger. Notre offre, menée conjointement avec Euroclear et la Banque de France peut être résumée en une phrase : il s'agit de garantir des paniers de titres, négociés sur certaines plates-formes, avec règlement-livraison soit en Euroclear Bank soit en Euroclear France et dans ce cas avec possibilité de mobiliser ces paniers en monnaie Banque centrale en les « pledgeant » auprès de la Banque de France. Ces paniers sont gérés dans les CMS (Collateral Management System) du groupe Euroclear ce qui permet aux opérateurs d'avoir une gestion dynamique de leur cash et de leur collatéral en utilisant les possibilités de substitution automatique des dits CMS.

Ce projet est effectivement en cours de développement, et doit être livré au début de l'automne 2013. L'un des points d'attention principaux du projet est la gestion du risque. Sur les 60 000 titres éligibles en BCE, seuls certains d'entre eux sont acceptés dans les paniers compensés par la CCP mais même parmi ces titres, tous ne sont pas liquides et nous devons envisager l'hypothèse d'avoir à les liquider.

Dans le cadre du projet CBWP et de la liquidation de portefeuilles Fixed Income, nous nous orientons vers un modèle qui est proche de celui de l'OTC que nous souhaitons proposer aux banques prochainement et qui consiste à avoir un pool de participants garantissant la gestion organisée d'un défaut. Lorsqu'un défaut se produit, nous constatons que des événements liés se déclenchent, comme la faillite d'autres acteurs, d'où l'importance de pouvoir faire appel à un pool de banques qui

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral (suite)

s'engagent à liquider les produits concernés. Le produit CBWP que nous développons offre une différence importante par rapport au modèle existant en Allemagne actuellement, car nous nous basons sur un modèle DVP propre à rassurer les trésoriers puisque le cash et les titres s'échangent de manière simultanée.

Alain Pochet

Valérie, pouvez-vous nous apporter un complément de réponse en nous indiquant comment Euroclear aide le marché des intervenants à résoudre ces problèmes et participe à l'effort de Place évoqué ? Aussi, merci de nous indiquer les solutions qui peuvent être offertes par Euroclear en matière de collatéral, sachant que l'essentiel des asset qui vont in fine servir au collatéral sont regroupés auprès du CSD.

Valérie Urbain

Nous développons également au sein d'Euroclear un projet depuis plus d'un an pour délivrer le CBWP. L'échéance prévue du projet est octobre 2013, et nous considérons aussi notre offre particulièrement concurrente à l'offre allemande, notamment en termes de sécurité des opérations puisque nous y avons inclus le DVP. Plusieurs phases ont été nécessaires à la mise en place de ce projet. Nous sommes en collaboration avec la Banque de France depuis plus d'un an ce qui nous a permis de lancer le premier segment d'opérations tripartites avec la Banque de France en 2011. En 2012, nous avons lancé le segment bilatéral et nous envisageons en juin 2013 de nous focaliser sur l'extension du périmètre du projet avant d'accueillir le CBWP. En effet, nous souhaitons élargir fortement le périmètre des titres éligibles pour optimiser l'utilisation du collatéral disponible et sécuriser les opérations. Nous serons en mesure d'accepter plus de 15 000 titres étrangers au sein du CSD ESES et d'assurer l'intra-opérabilité avec Euroclear Bank.

Cette offre revêt une importance stratégique car elle permet d'avoir accès à des contreparties qui ne sont pas uniquement dans le CSD Euroclear France mais qui sont aussi actives en Euroclear Bank, d'où un élargissement des possibilités de liquidités.

L'ensemble de ces nouveautés s'inscrit dans notre projet « collateral highway » ou l'auto-route du collatéral. Le tripartite repo existe depuis 15 ans mais jusqu'à l'année passée, notre mode d'emploi exigeait que les titres soient déposés au sein d'Euroclear Bank pour pouvoir les utiliser en tant que collatéral.

Nous avons l'intention d'offrir une architecture complètement ouverte permettant d'utiliser du collatéral qui n'est pas nécessairement déposé à Euroclear Bank ou à Euroclear France mais également auprès d'autres agents. Nous pourrions alors mobiliser du collatéral à des fins multiples : non seulement pour les opérations avec les banques centrales mais aussi avec d'autres CCP.

Le collateral highway - la route du collatéral - sera mis en place dans les deux à trois années à venir pour répondre aux besoins du marché en termes de mobilisation du collatéral, d'optimisation de sourcing et de gestion de la liquidité. L'impact en termes de coûts est également notable, car la mutualisation des infrastructures bénéficiera à tout le marché.

Alain Pochet

Alex Buffet, je pense que la priorité, avant de se lancer dans la chasse au collatéral, est d'essayer de servir le client de la meilleure des façons. Quelles sont les pistes en matière d'optimisation ?

Alex Buffet

Les objectifs des clients sont de réduire le montant de collatéral exigible et d'en limiter le coût.

Pour ce faire, il est d'abord essentiel de pouvoir rendre exigible du collatéral qui ne l'est pas. À cet égard, l'offre en matière de transformation, qui repose sur les techniques traditionnelles de prêt-emprunt est la mieux adaptée.

En second lieu, il deviendra de plus en plus indispensable de pouvoir optimiser le pool de collateral et nous disposons dans ce domaine de plusieurs techniques d'optimisation, offrant une flexibilité variable. Il peut s'agir du simple netting entre des positions qui sont sur des OTC clearés avec une chambre A et

des positions sur des produits listés sur une chambre B. Au moment des appels de marge il sera possible de faire un netting des positions. Nous offrons aussi des techniques plus sophistiquées de cross margining qui sont possibles lorsque les instruments échangés ont des risques sous-jacents qui se compensent.

Un service de valorisation des produits de qualité est aussi un moyen puissant permettant d'optimiser les appels de marge des clients. A cet effet, il faut garder en mémoire que la partie bilatérale va rester très importante à un minimum de 30 % sur le marché OTC en global mais beaucoup plus chez les clients buy side. Nous valorisons donc de façon efficace les instruments afin de pouvoir challenger le prix qui est offert par les contreparties et définir ainsi le montant d'appel de marge optimum. Les services de valorisation indépendants ont donc un rôle important à jouer car ils peuvent être source d'économies pour les clients.

Alain Pochet

Au final, je constate que nous sommes confrontés à de nombreuses problématiques mais que nous disposons de beaucoup de solutions. Traitons à présent d'un autre sujet, qui est la sécurité des assets. Puisque l'objectif est de sécuriser les échanges par du collatéral, celui-ci doit être conservé en toute sécurité. Ce point est lié à d'autres réformes dont nous n'avons pas traité aujourd'hui, comme AIFM. Jean-Christophe Morandeau, pouvez-vous nous parler des problèmes de sécurisation ?

Jean-Christophe Morandeau

Aujourd'hui, la réalité des asset managers au quotidien est toujours UCITS4. Bien qu'UCITS5 et UCITS 6 se profilent déjà, nos préoccupations actuelles concernent la mise en place de UCITS 4 : les sociétés de gestion ont jusqu'au 30 juin 2013 pour passer l'ensemble de leurs OPCVM au document d'information clé pour l'investisseur, le DICI. Selon les informations fournies par les sociétés de gestion, celles-ci effectueront leurs premières opérations de rationalisation de gamme relatives à UCITS4 en 2013.

D'un autre côté, UCITS 5 comporte des points intéressants concernant les aspects

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral (suite)

de sécurisation, avec notamment des travaux importants sur les dépositaires d'OPCVM. Nous retrouvons également dans AIFM une tendance générale à l'harmonisation malgré certaines différences entre les deux directives. Les acteurs français, qui étaient habitués à un cadre unique du dépositaire, devront désormais composer avec deux cadres proches mais différents.

À ce propos, AIFM entrera en vigueur à l'été 2013, ce qui engendrera des impacts significatifs en termes d'obligations de reporting. Certains acteurs seront concernés par toutes les problématiques qui entourent la gestion alternative (private equity, immobilier...) et devront gérer ces impacts alors même qu'ils effectuaient des activités qui étaient peu ou pas régulées. En revanche, l'impact devrait être plus limité pour les asset managers traditionnels.

Le sujet des rémunérations des gérants, porté par UCITS5, est un autre exemple de problématique difficile à mettre en place, puisque des questions concrètes demeurent en suspens. À titre d'exemple, nous savons qu'une partie de la rémunération variable devra être payée en titres d'OPCVM, mais nous ne savons pas comment traiter le cas d'un gérant qui gère plusieurs OPCVM. Nous ne savons pas non plus comment nous devons traiter les cas de gérants de mandats par opposition aux gérants d'OPCVM. Y aura-t-il des traitements différents ? Qu'en est-il des gérants de fonds UCITS et de ceux de fonds AIF ? Comme vous le constatez, les asset managers sont confrontés à des problématiques qui relèvent de la sécurité juridique de leur environnement sans avoir aujourd'hui les réponses à leurs interrogations.

Alain Pochet

Laurent Durdilly, je constate que le dépositaire a finalement deux mandats ; l'un relatif à la gestion des opérations, et l'autre relatif à la sécurisation des actifs pour toutes les gammes d'activité. Quelles sont les attentes de vos clients dans ce domaine et comment y répondre ?

Laurent Durdilly

Je répondrai en décomposant mon analyse en deux catégories de clientèle :

- La première catégorie concerne les asset managers « traditionnels ». Les attentes de ces clients, consécutivement à la mise en place d'EMIR, portent sur la sécurisation des collatéraux qu'ils paieront notamment aux chambres de compensation via une ségrégation individualisée de leur collatéral. Aujourd'hui, la tendance de marché est, pour les asset managers, de ségréguer chaque fonds jusqu'au niveau le plus fin en chambre de compensation ; donc de ne pas se contenter d'être ségrégué chez leur clearing broker. Ce point est extrêmement important pour nous dépositaires puisque nous souhaitons éviter d'introduire un biais de solidarité dans le cadre des paiements des appels de marge.
- La seconde catégorie porte sur les asset managers « alternatifs ». Ils seront régis à partir du 1er juillet 2013 par la directive AIFM. Aujourd'hui un certain nombre de ces acteurs utilisent les services de prime brokers, à travers lesquels ils déposent un montant d'actifs en collatéral chez le prime broker qui sert de garantie et de base à l'effet de levier et au financement dispensé par le prime broker pour les opérations. Cette pratique devient problématique dans le cadre d'AIFM, car un dépositaire devient nécessairement dépositaire de l'ensemble des actifs. Ainsi, les actifs en conservation mais aussi le cash, tous les actifs en tenue de position et les collatéraux font aussi partie de la pleine et entière responsabilité du dépositaire.

Finalement, le dépôt du collatéral chez un prime broker ou dans une banque d'investissement ne présente pas toutes les garanties en termes de ségrégation et de restitution que les clients peuvent exiger, en tout cas auxquelles les clients sont habitués avec leurs conservateurs ou leurs dépositaires.

Nous voyons émerger une demande forte de la part de cette catégorie de clients qui consiste à nantir le collatéral chez un dépositaire plutôt que de le transférer chez un prime broker, pour bénéficier d'une plus grande sécurité.

La tendance qui commence à s'inscrire dans le marché consiste pour les dépositaires à récupérer les collatéraux qui étaient autrefois chez les prime brokers. De ce fait, certains prime brokers et banques d'investissement traditionnelles commencent à envisager de développer une activité de dépositaire. Les acteurs traditionnels de la tenue de compte conservation et de la fonction dépositaire doivent donc faire face à une nouvelle catégorie d'acteurs qui entrent sur le marché. Dans les faits, nous ne savons pas si les dépositaires conservateurs remonteront vers les prime brokers ou si à l'inverse les prime brokers descendront vers le monde de la conservation dépositaire, mais en tout état de cause, une évolution du marché est certaine suite à la juxtaposition à la fois d'EMIR et d'AIFM.

Alain Pochet

Denis, pour conclure, je reviens vers vous au sujet de la supervision. Nous avons évolué vers un environnement international, organisé en régions. Nous sommes face à une nouvelle complexité relative aux chambres de compensation, qui est l'extraterritorialité. Comment s'organisera selon vous la supervision par notre régulateur et plus généralement les régulateurs de la zone Europe ?

Denis Beau

- D'un côté, EMIR pose le principe du collège des régulateurs. Plusieurs régulateurs sont ainsi concernés par les CCPs par exemple. Cette organisation relève d'un concept français que nous avons expérimenté et éprouvé depuis de nombreuses années à travers les modalités de la surveillance de la chambre de compensation qui est LCH SA. En termes d'organisation, tous les régulateurs ou toutes les autorités qui sont concernées vont se retrouver autour d'une même table, sachant qu'un corps de normes unifié servira de point de référence pour structurer le dialogue. L'architecture conçue repose ainsi sur un certain nombre de pierres importantes qui doivent permettre une organisation concertée pour minimiser les coûts de régulation sur les infrastructures et assurer l'efficacité et l'égalité de traitement.

Table ronde : Les impacts des réglementations, en particulier sur le collatéral (fin)

- D'un autre côté, l'extraterritorialité de certaines dispositions prises outre-Atlantique pose des difficultés. Je reprends les propos de Christophe pour souligner que nous sommes confrontés à un choc entre deux approches : l'approche européenne et l'approche américaine. L'approche européenne est fondée sur le principe de la reconnaissance mutuelle. L'approche américaine est quant à elle fondée sur le principe de l'enre-

gistrement. Cette problématique a été clairement identifiée et fait actuellement l'objet de discussions entre les parties concernées qui doivent aboutir d'ici la fin de l'année.

Alain Pochet

Merci à tous pour votre contribution. ■

Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.

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 : Ailancy
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

ISSN en cours