



# LES AMPHIS DE L' **AFTi**

Jeudi 14 novembre 2013

## L'industrie financière se prépare aux évolutions réglementaires et aux projets européens

En partenariat avec :





# Introduction

Marcel Roncin

---

Président  
**AFTI**

Amphi 14 novembre 2013

## L'industrie financière se prépare aux évolutions réglementaires et aux projets européens

**9h30 :**     **Introduction**

**Marcel Roncin**, Président, **AFTI**

**9h35 :**     **Vision d'un régulateur**

**Edouard Vieillefond**, Secrétaire général adjoint, en charge de la régulation et des affaires internationales, **Autorité des Marchés Financiers**

**10h :**       **Panorama des réglementations et projets européens, des impacts et des grands enjeux de la mise en œuvre à aujourd'hui**

**Gaspard Bonin**, Associé - **François Dubrau**, Directeur, **Cabinet Equinox Consulting**

**10h45 :**    **T+2 : où en est la Place de Paris ?**

**Marc Tibi**, Directeur Projets et Relations de Place, **BNP Paribas Securities Services**  
Animateur du Groupe de Place « Migration à T+2 » de l'AFTI

## 11h05 : Table ronde – deux thèmes :

- Quel niveau de préparation des acteurs sur la sécurisation des marchés OTC ?
- Quelle industrie dans un monde post-T2S, CSDR où l'interopérabilité s'accroît ?

### Animateur :

**Alain Pochet**, Responsable Clearing, Custody & Corporate Trust Services, **BNP Paribas Securities Services** - Vice-Président de l'AFTI

- **Dan Toledano**, Responsable produits – ESES, T2S & collateral management services, **Euroclear France**
- **Christophe Hémon**, Directeur Général, **LCH.Clearnet SA**
- **Arnaud Misset**, Directeur-Adjoint Groupe, Département « Produits et solutions », **CACEIS**
- **Eric de Nexon**, Directeur des Relations de Place du Métier Titres, **Société Générale Securities Services**

# Vision d'un régulateur

**Edouard Vieillefond**

---

Secrétaire général adjoint, en charge de la régulation  
et des affaires internationales

**Autorité des Marchés Financiers**


# Panorama des réglementations et projets européens, des impacts et des grands enjeux de la mise en œuvre à aujourd'hui



**Gaspard Bonin**  
Associé

**François Dubrau**  
Directeur

**Cabinet Equinox Consulting**



# Avalanche réglementaire Focus #1 Transformation des marchés OTC

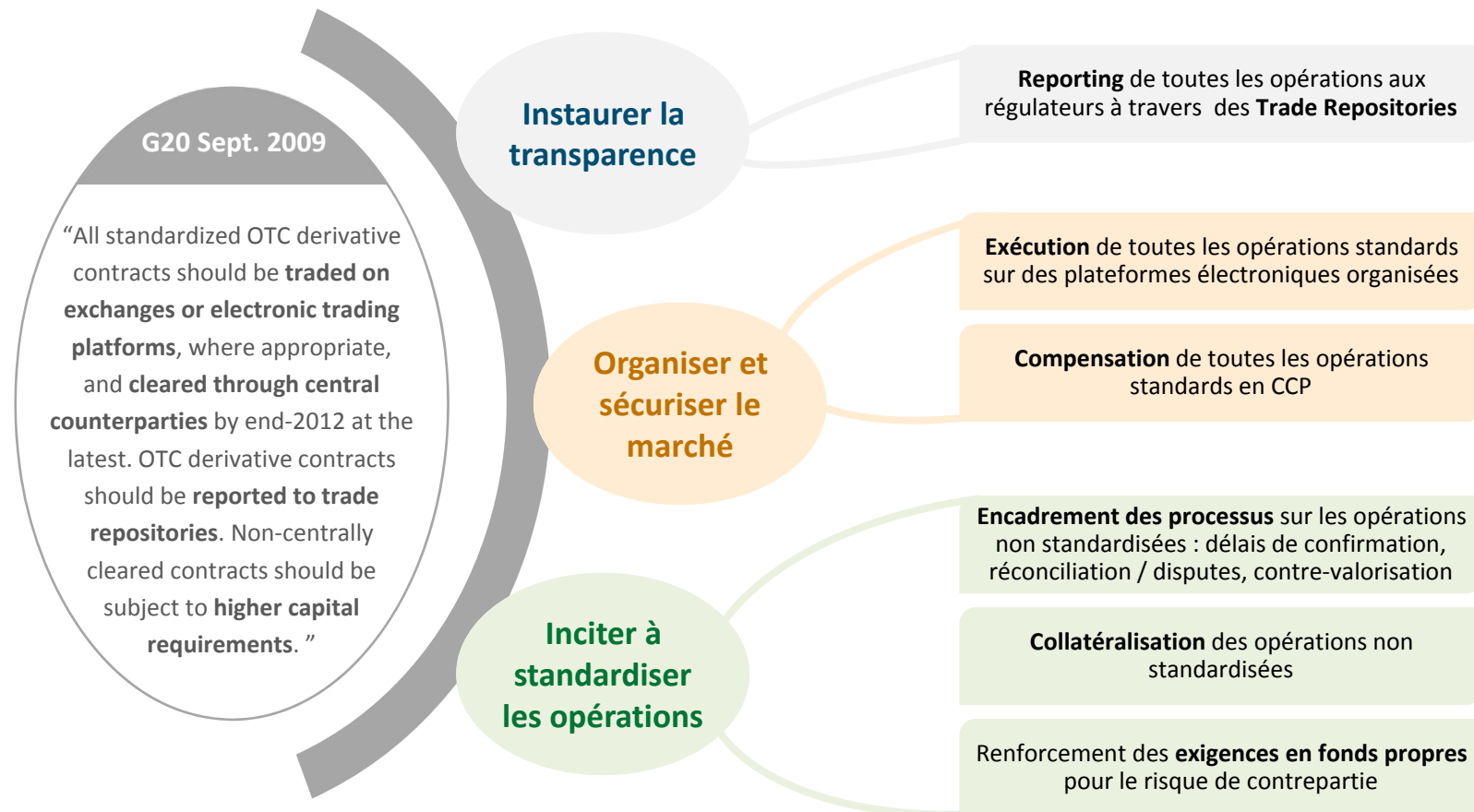
**Gaspard Bonin**

Associé

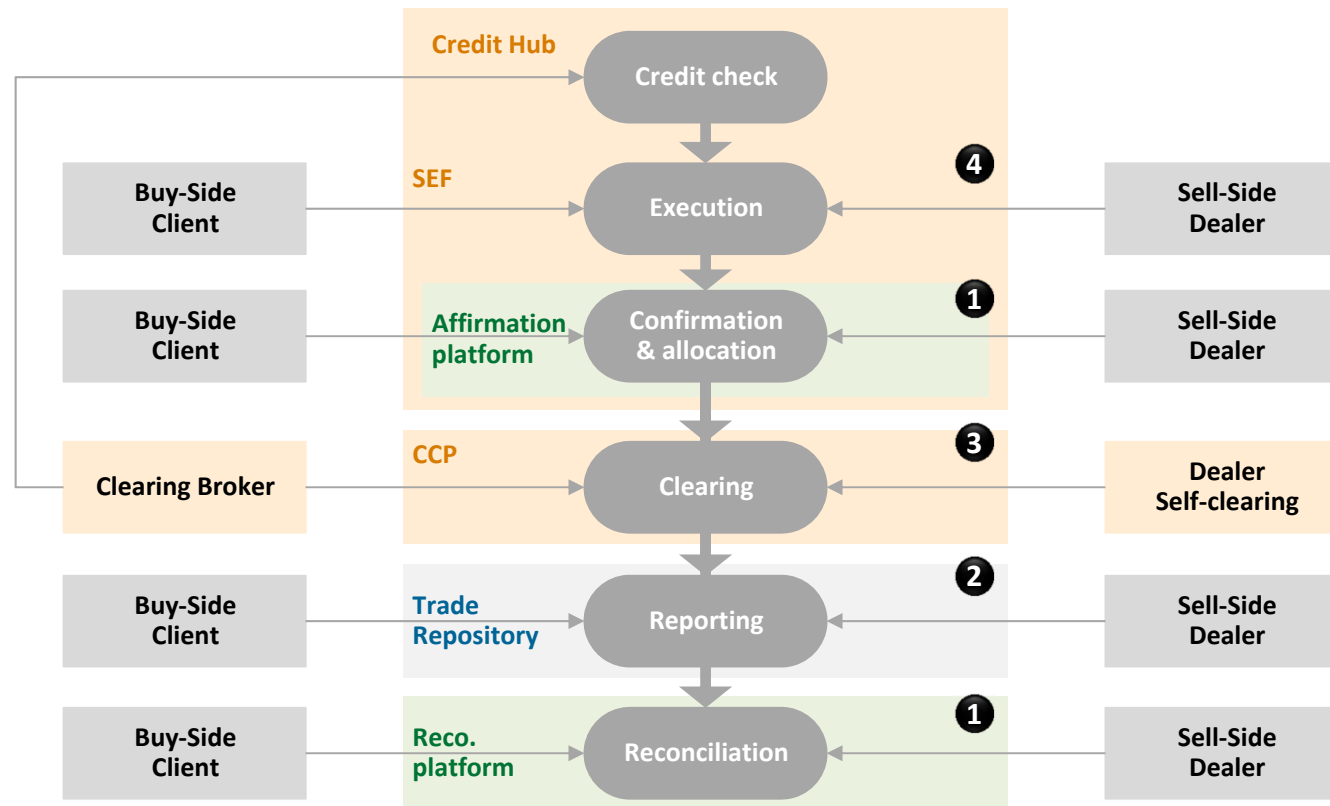
**Cabinet Equinox Consulting**

# Un engagement fort du G20

## autour de 3 objectifs ambitieux pour transformer les marchés OTC



# Une multiplication de processus et d'intervenants au fil de l'entrée en vigueur de la réglementation



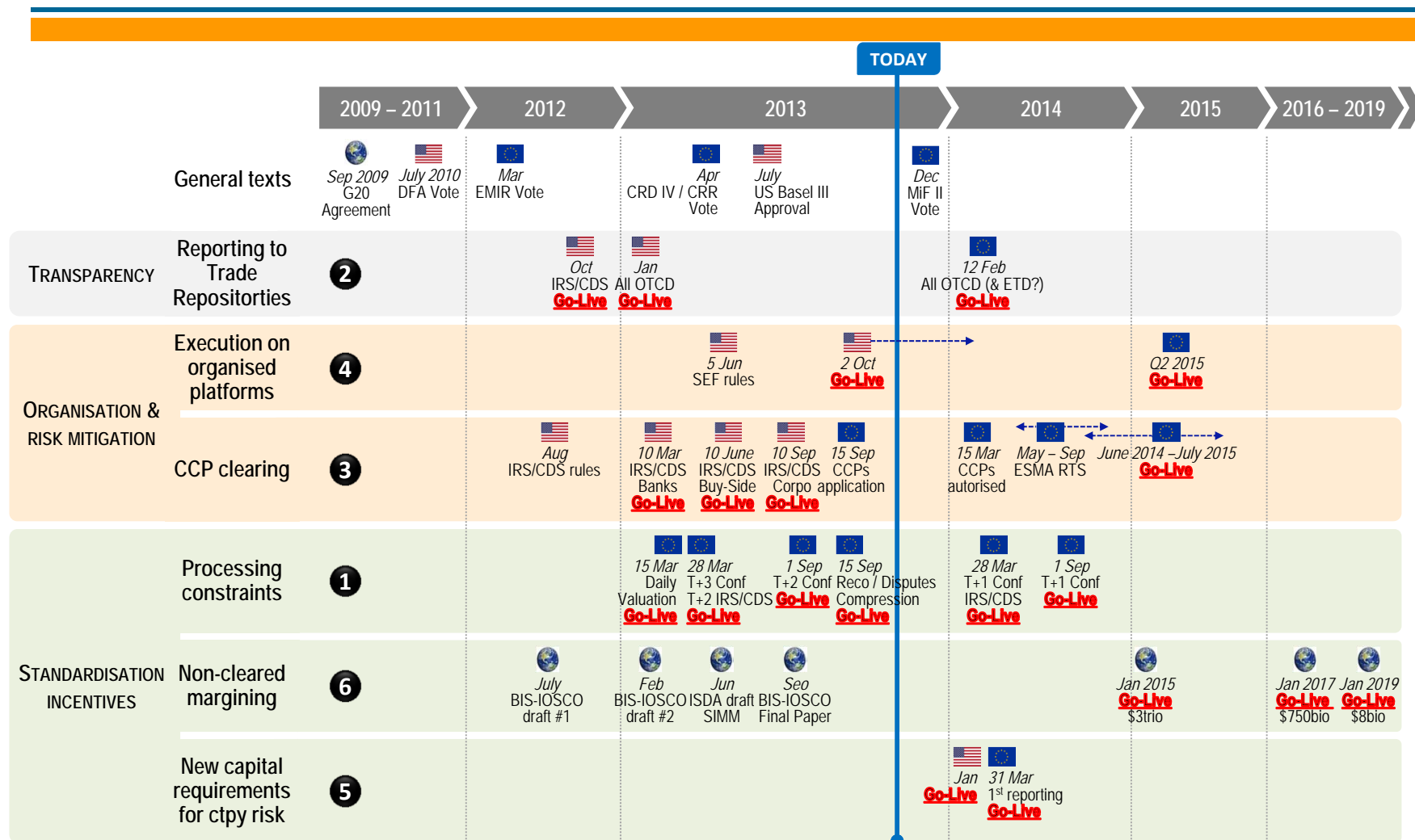
1 3 Etapes d'entrée en  
2 4 vigueur de la  
réglementation

Objectif 1  
Transparence

Objectif 2  
Organisation  
& sécurisation

Objectif 3  
Standardisation

# La mise en œuvre par étapes successives et en deux temps : d'abord aux Etats-Unis puis en Europe



## Des contraintes opérationnelles non négligeables

### OBLIGATIONS EMIR & DODD-FRANK

#### Limitation des délais de confirmation

EMIR :  
15 mars 2013  
1<sup>er</sup> sept. 2014

- Limitation des délais de confirmation, progressive d'ici à septembre 2014. Selon EMIR :

Business days	FC		NFC	
	IR-CR	EQ-FX-CO	IR-CR	EQ-FX-CO
2013 March	2	3	5	7
2013 Sept	1	2	3	4
2014 March	1	2	3	4
2014 Sept	1	1	2	2

- Reporting des confirmations non-matchées depuis plus de 5 jours

#### Réconciliation des portefeuilles

EMIR : 15 sept. 2013

- Réconciliation obligatoire des portefeuilles, à fréquence variable en fonction de la taille des positions réciproques entre contreparties

Operations	FC / NFC+	NFC-
Daily	> 500	NA
Weekly	51-499	NA
Quarterly	< 50	> 100
Yearly	NA	< 100

FC: Financial Counterparty  
NFC+: Non-Financial Counterparty above EMIR Clearing Threshold

- Reporting des « disputes » de plus de 15 M€ (valeur ou collatéral) ouvertes depuis plus de 15 jours ouvrés

#### Contre-valorisation

EMIR : 15 mars 2013

- Obligation de valoriser quotidiennement l'ensemble des positions de manière indépendante des contreparties

### IMPACTS & ENJEUX

- Maximiser l'utilisation de plateformes d'affirmation électroniques comme *Markitwire*

- Aujourd'hui sur les confirmations électroniques :
  - Entre 50 et 80% à T selon les produits
  - 100% à T+1

	% Electronic
Credit	98%
Rates	86%
FX	69%
Commos	66%
Equity	30%

- Sur les confirmations « papier »
  - Entre 20 et 30% à T
  - 80 à 90% seulement à T+5

Source : ISDA Operations Survey  
Avril 2013

- Utilisation de la plateforme de réconciliation promue par l'ensemble des dealers : *TriOptima* *TriResolve*

- Adhésion au **protocole EMIR de l'ISDA** sur les réconciliation et les disputes, et accord avec les contreparties sur les modalités de réconciliation
- Mise en place de procédures de réconciliation et de reporting des disputes

- Mise en place d'un **dispositif de contre-valorisation quotidienne**

# Beaucoup d'incertitudes en Europe à 3 mois de la date butoir

### OBLIGATIONS EMIR & DODD-FRANK

- **Reporting obligatoire de toutes les opérations sur dérivés OTC et listés** (listés en Europe uniquement) à des « Trade Repositories »
  - **Aux Etats-Unis : Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2013**
  - **En Europe : Dès le 12 février 2014**, puisque 4 TRs ont été enregistrés par l'ESMA le 7 novembre : DTCC, Regis-TR, LSE Univista et KDPW
- Informations détaillées sur chaque opération, incluant les caractéristiques économiques, **la valorisation et le collatéral** (collatéral en Europe uniquement)
- Délai : **T+1 en Europe, 15 /30 minutes aux US**, avec une **mise à jour quotidienne** des données de valorisation et de collatéral
- En Europe uniquement, « **back/front-loading** » de l'ensemble des opérations en vie ou réalisées après le 16 août 2012, avec un délai de 90 jours pour les opérations en vie à la date d'entrée en vigueur de l'obligation, et de 3 ans pour les opérations terminées à cette date
- En Europe : délai initial de 180 jours pour les données de valorisation et de collatéral

### Principaux Trade Repositories aux Etats-Unis et en Europe

	Region	IR	CR	FX	EQ	CO
DTCC-DDR	US	✓	✓	✓	✓	✓
ICE Trade Vault	US		✓	✓		✓
CME	US	✓	✓	✓		✓
Bloomberg SDR	US	✓	✓	✓	✓	✓
DTCC-DDRL	EU / UK	✓	✓	✓	✓	✓
REGIS-TR	EU / LUX	✓	✓	✓	✓	✓
ICE Trade Vault	EU / UK	✓	✓	✓		✓
LSE Unavista	EU / UK	✓	✓	✓	✓	✓
KDPW	EU / PO	✓	✓	✓	✓	✓

### PRINCIPALES QUESTIONS EN SUSPENS



- L'inclusion des **dérivés listés** soulève un grand nombre de questions quant à l'applicabilité du format de données par transaction vs. position et les modalités de reporting
- La **délégation** de l'obligation de reporting pose en Europe également des questions : confidentialité, responsabilité des données en particulier sur la valorisation et le collatéral
- Les **nomenclatures** de contreparties (LEI), produits (UPI) et transactions (UTI/USI) sont en cours de construction, avec des solutions temporaires développées pour le LEI aux Etats-Unis (CICI : CFTC-DTCC/Swift) et en Europe (INSEE, LSE, WM Datenservice..) et des taxonomies proposées par l'ISDA sur l'UPI et l'UTI/USI

## Etape 3 → Clearing en CCP

# Le principal enjeu financier à court terme

### OBLIGATIONS EMIR & DODD-FRANK

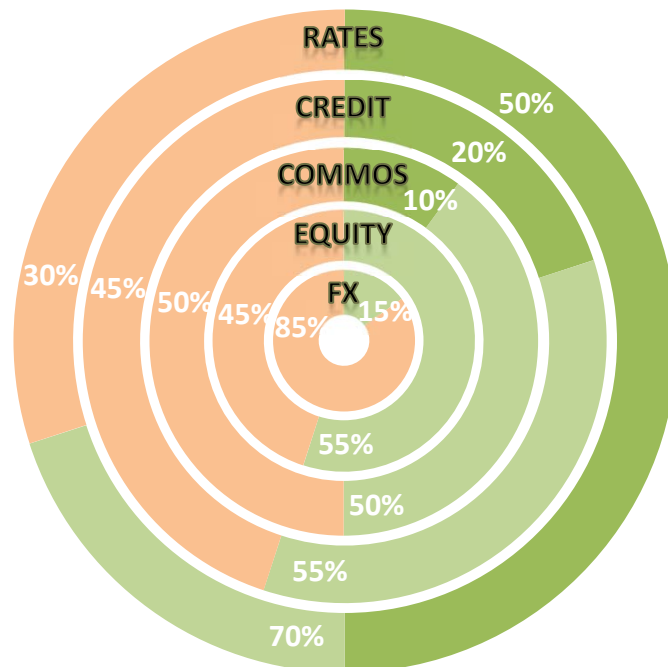
- **Obligation de clearing par contrepartie centrale** des dérivés OTC standards, liquides et offerts par une CCP
  - **US** : Depuis mars (dealers / participants majeurs), juin (financières) et septembre (non-financières) 2013 sur les **IRS** et les **CDS**
  - **EU** : L'ESMA anticipe une entrée en vigueur entre juin 2014 et juillet 2015, probablement sur un périmètre IRS / CDS
- **En Europe, « front-loading »** obligatoire des opérations passées après la date d'enregistrement EMIR des CCPs par l'ESMA (est. mars 2014) et avec une maturité résiduelle significative à la date d'entrée vigueur de l'obligation de clearing
- Des **exemptions** :
  - Contreparties non-financières en-dessous d'un seuil de notionnel en Europe, utilisant les dérivés pour couvrir leur activité commerciale aux US
  - Banques centrales et certaines entités publiques
  - Fonds de pension pour 3 ans en Europe (renouvelables 2 ans)
  - Opérations intra-groupe
  - FX forwards et swaps (à confirmer en Europe)
- **Encadrement harmonisé des CCPs**, en cohérence avec les principes édictés par le CPSS et IOSCO en avril 2012
  - **Minima de fonds propres** (en Europe : 6 mois d'exploitation et couverture des risques calculés en Bâle 3 / CRD IV)
  - **Fonds de garantie** devant couvrir le défaut du plus gros participant et le défaut conjoint des 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> plus gros participants
  - **Skin-in-the-game** : 25% des fonds propres minimaux de la CCPs
  - **Règles de calcul d'Initial Margin**
    - EU : 99.5% / 5j sur les OTC et 99% / 2j sur les autres produits
    - US : 99% / 5j sur les OTC et 99% / 1j sur les autres produits
  - **Ségrégation** des positions et actifs des clients finaux
    - EU : Net omnibus et Ségrégation Individuelle doivent être proposés
    - US : LSOC pour les OTC, Gross Omnibus pour les dérivés listés
  - Règles sur **la qualité et le réinvestissement du collatéral, la portabilité...**

### IMPACTS & ENJEUX

- Evolution majeure des **processus**, autour des **CCPs qui doivent évoluer pour prendre en charge les dérivés OTC et se conformer à leur nouveau cadre réglementaire**
- **Développement de « Clearing Brokers » sur les dérivés OTC**
  - Différents types d'entrants : broker-dealers dérivés OTC, prime brokers et clearing brokers dérivés listés
  - **Profitabilité** du modèle de clearing broker OTC et listés, du fait des nouvelles règles de ségrégation et des contraintes Bâle 3 (fonds propres, ratios de liquidité, ratio de levier)?
  - **Capacité à absorber l'ensemble des volumes Buy-Side** (contraintes de fonds propres et de liquidité) ?
- **Modalités et coût de mobilisation et d'échange du collatéral** (VM quotidienne systématique, IM, fonds de défaut) : besoin supplémentaire estimé **entre 300 et 700 milliards d'euros** (source : BIS MAGD août 2013)
- **Convergence des environnements listés et OTC**
  - Cross-margining
  - Futurisation des OTC, notamment du fait des règles différentes de calcul d'IM
- En Europe, problématique de **re-pricing des opérations sujettes au « front-loading »**

## Etape 3 → Clearing en CCP

# Montée en charge progressive, d'abord sur les taux et le crédit



- Stocks compensés en CCP à août 2013
- Stocks compensés en CCP à terme
- Stocks restant en bilatéral à terme

### • La première vague est focalisée sur les taux et le crédit

- Volumes les plus importants (>80% du total)
- Premier périmètre d'obligation réglementaire US : IRS (inc. basis swaps, FRA, OIS) sur les 4 devises majeures (USD, EUR, GBP, JPY) et CDS sur indices (CDX, Itraxx)

### • La seconde priorité des régulateurs sera a priori le change, en se limitant aux NDF et aux options, les forwards et swaps étant sans doute globalement exemptés

### • Les dérivés OTC sur actions arrivent en troisième priorité

- Les dérivés actions sont largement listés
- Les dérivés OTC, moins importants en volume, sont en majeure partie trop complexes pour être standardisés, en dehors des options sur indices / paniers

### • Le développement de la compensation des OTC sur matières premières a débuté indépendamment de la réglementation

	Outstanding Notional	% Cleared August 2013	% Cleared 2016?	% Non Cleared 2016?
<i>USD trio</i>				
Rates	489 703	50%	70%	30%
Credit	25 069	20%	55%	45%
Commos	2 587	10%	50%	50%
Equity	6 251	0%	55%	45%
FX	67 358	0%	15%	85%
Others	41 611	NA	NA	100%
<b>TOTAL</b>	<b>632 579</b>	<b>40%</b>	<b>59%</b>	<b>41%</b>

Sources: BIS - Dec. 2012

BIS MAGD (Macroeconomic Assessment Group on Derivatives) - Aug. 2013

## Etape 3 → Clearing en CCP

### Développement des CCP : 2 leaders et 2 principaux challengers

#### Leaders

		IR	CR	FX	EQ	CO
US & Brazil	LCH.Clearnet LLC	✓	✓			
	ICE Clear Credit		✓			
	CME Group	✓	✓	✓	⌚	✓
	OCC				⌚	
	BM&F Bovespa	✓		✓	⌚	✓
Europe	LCH.Clearnet Ltd	✓		✓		✓
	LCH.Clearnet SA		✓			
	ICE Clear Europe		✓	⌚		✓
	CME Clearing Europe	✓	⌚	⌚		✓
	Eurex	✓	⌚		⌚	
	Nasdaq OMX	✓		⌚	⌚	✓
	KDPW	✓		⌚		
Asia	SGX Asiaclear	✓		✓		✓
	HK Ex	✓		⌚		
	JSCC	✓	✓			
	KRX	⌚		⌚		
	ASX	✓			⌚	
	CCIL	⌚		✓		
	Shanghai CH	⌚	⌚			



#### • 2 leaders aujourd'hui dominants

- LCH.Clearnet Swapclear sur les taux, qui concentre encore 85% des flux
- ICE Clear sur le crédit, qui compense 99% des volumes

#### • 2 principaux challengers qui s'appuient sur leur franchise de compensation de dérivés listés et le développement du cross-margining

- CME, qui concentre déjà 40% des flux de client clearing
- Eurex en Europe, dominant sur les dérivés listés

• Des intervenants locaux notamment au Brésil, au Canada, en Europe du nord / est et en Asie

• Une offre FX en démarrage, et une offre Equity encore largement à construire

# Etape 4 → Exécution sur plateformes électroniques organisées

## Restructuration des échanges... et des business models

### OBLIGATIONS DODD-FRANK

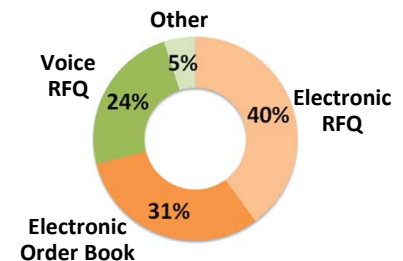
- L'ensemble des swaps soumis à l'obligation de clearing et « made-available-to-trade » par une plateforme de marché, marché « historique » ou SEF « Swap Execution Facility », devront être traités sur une de ces plateformes en respectant des « Minimum Execution Requirements » :
  - Un carnet d'ordres, sur lequel les opérations Buy-Side devront être affichées au moins 15 secondes
  - Un mécanisme de RFQ (Request-for-Quote) relié au carnet d'ordres et nécessitant la sollicitation d'au moins 3 market makers (2 au départ)
- Les plateformes et les clearing brokers devront s'assurer pre-trade de la certitude de clearing des opérations traitées, en gérant des sets de limites
- Les opérations suffisamment importantes dites « Block Trades » seront exemptées
- Toutes les plateformes multilatérales traitant des swaps (même non « made-available-to-trade ») devront être enregistrées comme SEF par la CFTC
- L'obligation entrera en vigueur dès que les premiers swaps auront été « made-available-to-trade », soit probablement autour de février 2014
- En Europe, ce pan de la réglementation fait partie de la revue de la directive MiF, dont le texte final est attendu en décembre 2013, pour une application au plus tôt en 2015



### IMPACTS & ENJEUX

- Des impacts majeurs pour tous les participants au marché aux US
  - Business model des **swaps dealers** (single dealer platforms, positionnement agency ? « SEF aggregation » ? ...)
  - Business model des **inter-dealer brokers**
  - Accès à la liquidité pour le **Buy-Side**
  - Capacité des **clearing brokers** à gérer la certitude de clearing
  - Développement / évolution des **plateformes d'exécution**
- Selon un sondage de TABB Group de juillet 2013
  - La **structure du marché OTC** devrait être **largement modifiée** : augmentation des volumes, réduction de la taille des opérations, repositionnement des acteurs dans les échanges / la formation de la liquidité
  - Les carnets d'ordres devraient être liquides fin 2014 sur les taux et le crédit
  - En 2015, **71% des swaps devraient être traités sur des plateformes électroniques**
- 19 SEFs sont aujourd'hui temporairement enregistrées
  - Inter-dealers brokers, ICAP étant la SEF n° 1 sur taux et change
  - Plateformes d'exécution, Bloomberg étant la SEF n° 1 sur le crédit
  - Infrastructures (CME, ICE)

Traitement des swaps en 2015



#### Des effets immédiats en Europe

- Pour les implantations européennes des swaps dealers US.. et leurs clients
- Pour les plateformes électroniques d'exécution de swaps européennes auxquelles des « US persons » participent

# Etapes 5 & 6 ➔ Contraintes de collatéral et de fonds propres

## Des incitations à standardiser

### OBLIGATIONS BÂLE 3 / CRD IV EN EUROPE

#### Exigences en fonds propres pour risque de contrepartie Bâle 3

1<sup>er</sup> reporting au 31 mars 2014

- **Renforcement des exigences en fonds propres sur les opérations bilatérales**
  - Stressed EEPE
  - VaR sur CVA
- **Exigences en fonds propres sur les opérations clearées, auparavant considérées sans risque**
  - Clearer face au client : équivalent à du bilatéral
  - Clearer face à la CCP : principalement sur le compte propre, et sur base d'une méthode ad hoc
  - Client face au clearer : en fonction des modalités de protection des positions et du collatéral

### IMPACTS & ENJEUX

- Les exigences en fonds propres sur les opérations bilatérales sont multipliées par 4 ou 5 en moyenne (à volume équivalent) ➔ **Incitation à standardiser et compenser**
- Les nouvelles exigences sur les opérations compensées impactent le **business model des clearing brokers** (en particulier lorsqu'ils ne sont pas en EEPE) et **des brokers-dealers**

### OBLIGATIONS BIS / IOSCO

#### Collatéralisation des opérations bilatérales

Phasage en fonction du notionnel brut :

- Déc 2015 > 3 trio
- Déc 2016 > 2.25 trio
- Déc 2017 > 1.5 trio
- Déc 2018 > 0.75 trio
- Déc 2019 > 8 bio

- **Echange régulier de VM et d'IM**, avec un MTA maximal de 500 K€
- **Règles sur les IM**
  - Franchise de 50 M€
  - Méthode standard (% notionnel et NGR) ou interne, a minima 99% / 10j
  - Echange bilatéral d'IM brutes
  - Ségrégation des collatéraux contreparties vs. positions propres, individuelle sur demande
  - Ré-hypothécaton sur autorisation explicite de la contrepartie et limitée à 1 fois
  - Haircuts minimaux
- **Exemptions : FX, intragroupes, contreparties non-financières (en-dessous des seuils de clearing)**

### IMPACTS & ENJEUX

- **Aujourd'hui** (ISDA margin survey juin 2013)
  - 70% des opérations s'appuient sur un CSA
  - 60% du collatéral est réutilisé
  - 2 700 milliards USD de collatéral mobilisé
- **Modalités et coût de mobilisation, d'optimisation et d'échange du collatéral** (VM et IM systématiques) : besoin supplémentaire estimé **entre 300 et 600 milliards d'euros** (source : BIS QIS février 2013 et BIS MAGD août 2013)
- **Modalités de calcul et d'accord sur les montants d'IM en méthode interne** (l'ISDA travaille sur une SIMM = « Standard Industry Margin Model »)
- **Impacts en risque / liquidité des opérations, et donc sur leur pricing**

## Certainement des impacts majeurs... encore complexes à évaluer

### UN COÛT GLOBAL SIGNIFICATIF


Milliards d'euros		Min	Max
Δ Coût du collatéral	Non-clearé	300	600
	Clearé	300	700
	Total	600	1 300
	Haircut moyen	4%	
	Coût moyen	0,70%	
	Coût total	4	9
Δ Coût du capital	Non-clearé	150	200
	Clearé	10	20
	Total	160	220
	Coût moyen	7%	
	Coût total	11	15
Δ Coût total		16	25

Source: BIS MAGD août 2013

- Le coût du collatéral et du capital additionnels à mobiliser est évalué entre 16 et 25 milliards d'euros
- Certains impacts restent difficiles à estimer
  - Coût des fees d'exécution et de clearing
  - Coût des projets de transformation
  - Impact sur les spreads Bid / Ask

### DES QUESTIONS STRUCTURANTES

- Quelle trajectoire va suivre la **structure des marchés dérivés OTC et listés**, en particulier sur les taux et le crédit ?
- Quelle évolution des **business models** des teneurs de marché (positionnement, rentabilité...) ?
  - Brokers-dealers
  - Clearing brokers
  - Inter-dealer brokers
- Quelles seront les modalités les plus efficaces de **mobilisation, d'optimisation et d'échange des collatéraux**, en cohérence avec les contraintes de gestion de liquidité (LCR...) ?
- **Extra-territorialité / level playing field** : comment des réglementations locales appliquées par des régulateurs locaux vont-elles s'articuler pour encadrer des marchés internationaux ?
- Le prochain « état stable » post mise en œuvre de toutes les exigences réglementaires, appuyé sur les CCPs, les plateformes électroniques, les clearing brokers.. répondra-t-il à **l'objectif initial de sécurisation des marchés OTC et de maîtrise du risque systémique** ?



# Avalanche réglementaire Focus #2 Intégration du post-marché européen

**François Dubrau**

Directeur

**Cabinet Equinox Consulting**

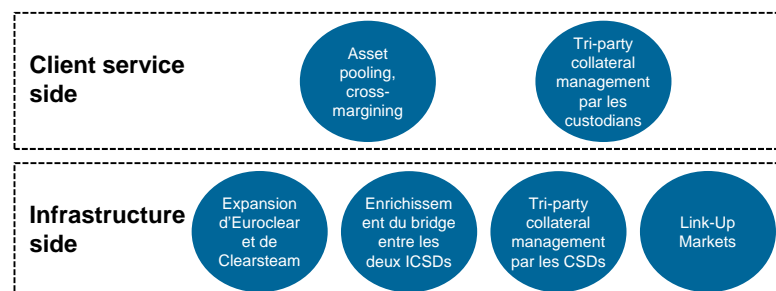
- Contrairement à son équivalent américain, de taille comparable, **le post-marché européen n'est pas un espace intégré** : les règles applicables varient encore fortement d'un pays à l'autre
- **Deux problèmes majeurs ressortent :**

## Un défaut d'harmonisation : les barrières Giovannini

Technologique	1. Différences dans les technologies et interfaces
Pratiques de marché	2. Restrictions sur la localisation du R/L qui induisent l'utilisation de systèmes multiples 3. Différences dans les règles de gestion des OST 4. Absence de finalité du règlement en intra-day 5. Obstacles à l'accès distant aux systèmes de clearing et de R/L 6. Différences dans les cycles de R/L 7. Différences dans les horaires d'ouverture et les cut-offs 8. Différences dans les pratiques d'émission 9. Restrictions sur la localisation des titres 10. Restrictions sur l'activité des opérateurs de marché
Fiscales	11. Procédures de retenue à la source au détriment des intermédiaires étrangers 12. Collecte de taxes sur les transactions via les systèmes de R/L
Juridiques	13. Absence de régime juridique harmonisé sur la propriété des titres 14. Différences dans le traitement du netting 15. Gestion des conflits de juridiction

## Une fragmentation des liquidités post-marché

- Depuis de longues années, les investisseurs et les intermédiaires sont confrontés à un problème d'**efficacité du capital** sur les marchés, avec une **importante fragmentation des liquidités, non seulement côté marché, mais également sur le post-marché**
- Jusque dans les années 2000, la réponse à cette fragmentation a originellement été apportée par les opérateurs, avec toutefois **une multiplication et une accélération des initiatives venant du côté des infrastructures**

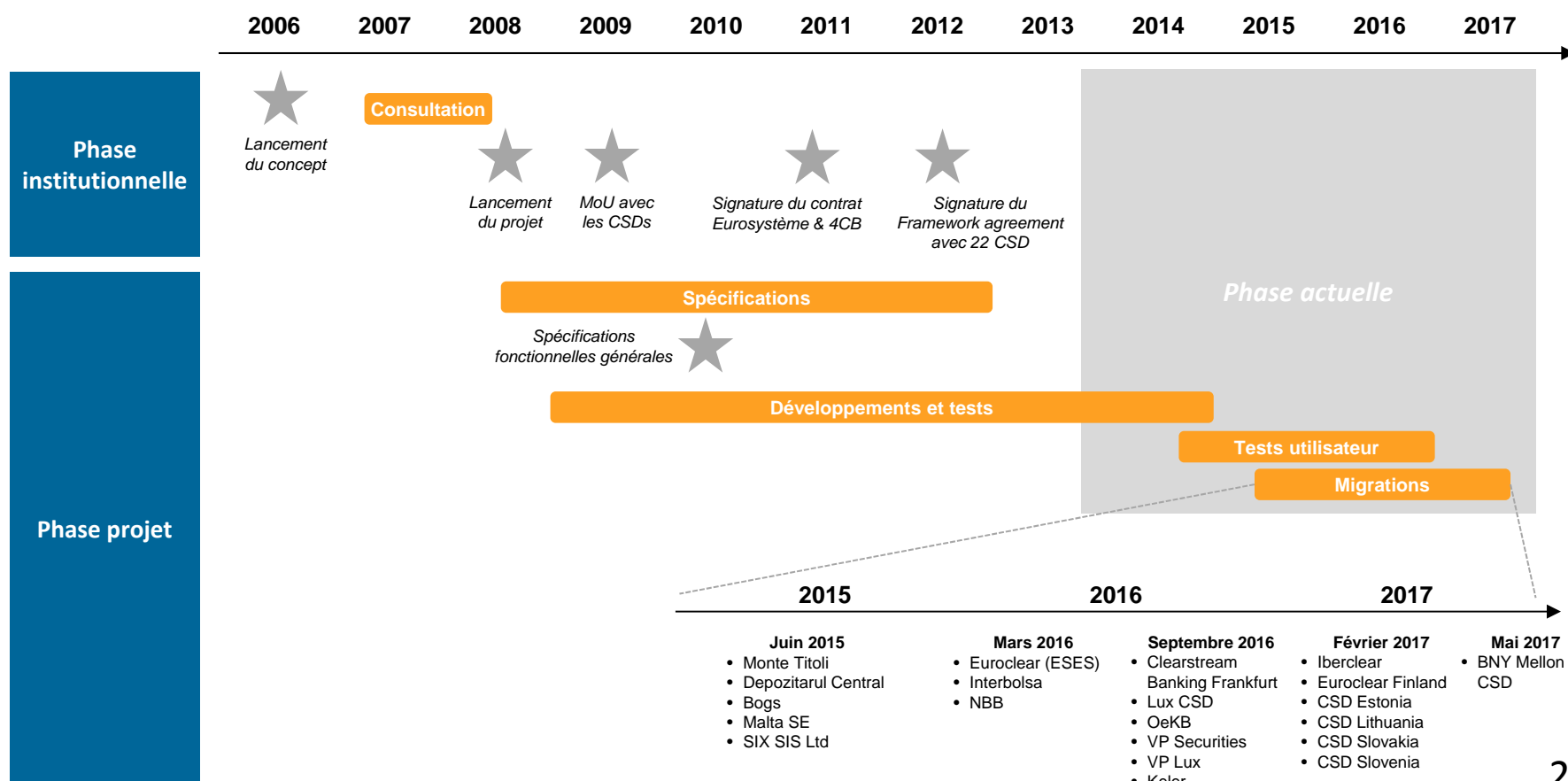


# Une plus grande interopérabilité entre les marchés et les acteurs

## Target 2 Securities : une réponse qui se profile à (presque) court terme

### court terme

- Target 2 Securities est un projet qui apporte beaucoup de réponses au défaut d'harmonisation et à la fragmentation, notamment par la mise en œuvre d'un système unique, centralisé
- Après une longue gestation, T2S entre maintenant dans sa dernière phase, la fin des développements approchant, avec une première vague de migration à horizon de 18 mois



# Une plus grande interopérabilité entre les marchés et les acteurs

## Target 2 Securities : le niveau de préparation des acteurs

- Le niveau des préparation des acteurs du marché est néanmoins très hétérogène

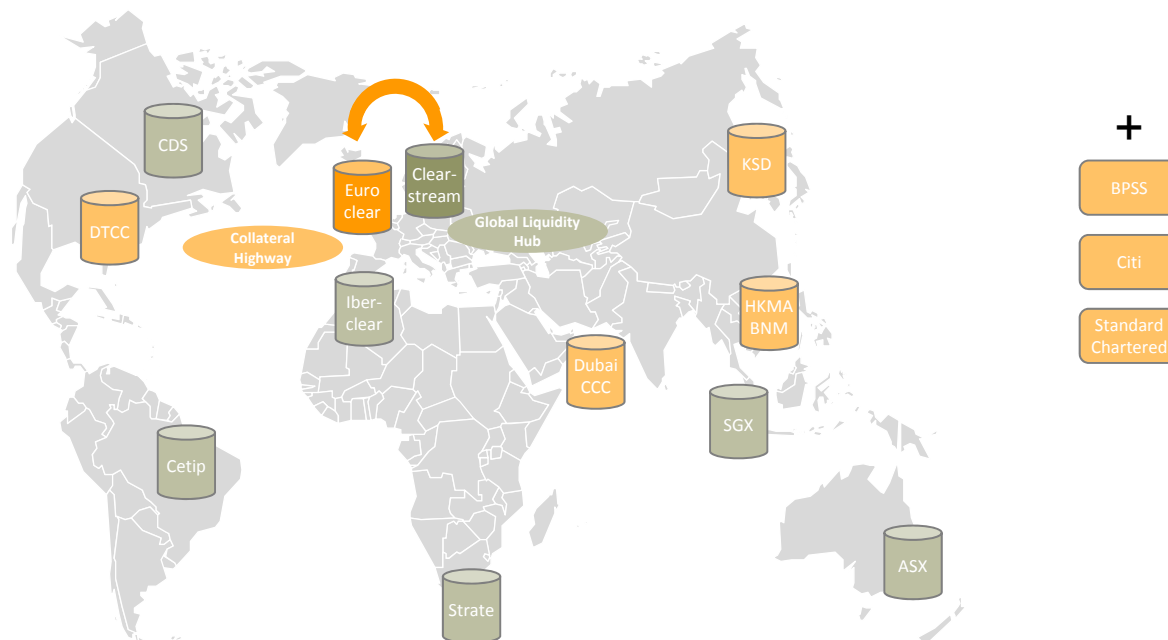
	Familiarité avec le sujet	Choix d'être participant direct / modalités d'accès	Développements	Evolution des services et modèles économiques
<b>CSDs &amp; Banques centrales</b>	<b>Elevé</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Acteurs les plus concernés, intégrés en amont</li> <li>Le modèle des CSDs est très impacté</li> </ul>	<b>Effectué</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Le Royaume-Uni et l'Irlande n'ont pas suivi</li> <li>En Suisse, la SNB n'a pas suivi, mais SIX-SIS migrera dans la première vague</li> </ul>	<b>En cours</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>En fonction du calendrier de migration</li> <li>Planning complexifié pour certains acteurs par des réformes en cours (par exemple Espagne)</li> </ul>	<b>Banques centrale : N/A / CSD : En cours</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les impacts sur les services sont identifiés</li> <li>Les modèles économiques cibles continueront à évoluer post-T2S</li> </ul>
<b>Global Custodians</b>	<b>Elevé</b> <p>Sujet suivi de façon très rapprochée par les custodians, qui y voient une opportunité et sont aussi très impactés</p>	<b>Effectué</b> <p>La plupart ont choisi d'être participants directs, en utilisant un VAN (SWIFT, SIA Colt)</p>	<b>En cours</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Moindre que pour les CSDs</li> <li>Une gestion de programme complexe qui se heurte à d'autres priorités (projets réglementaires, grands projets internes)</li> </ul>	<b>En cours</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Niveaux de maturité variables</li> <li>L'interaction avec la réglementation CSD et les initiatives d'interopérabilité en cours restent à définir</li> </ul>
<b>BFI et Brokers</b>	<b>Faible à Moyen</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Faible niveau de prise en main par les opérationnels</li> <li>Priorité donnée à la réglementation des OTC et aux restructurations internes</li> </ul>	<b>En cours ou A venir</b> <p>Ces choix n'ont le plus souvent pas encore été effectués</p>	<b>A venir</b> <p>Le plus souvent non démarrés, ce d'autant plus que la plupart ne devraient pas faire le choix d'être participant direct</p>	<b>A définir</b> <p>Le niveau de maturité associé dépend de la familiarité avec le sujet et d'évaluations de l'intérêt ou non d'être participant direct en fonction des marchés</p>

- Les acteurs du sell-side devraient être parmi les principaux bénéficiaires de la mise en œuvre de T2S en tant client final. Malgré tout, les rationalisations en cours sur ces métiers et les évolutions réglementaires les ont le plus souvent empêché de mener les analyses nécessaires

# Une plus grande interoperabilité entre les marchés et les acteurs

## Les initiatives d'interopérabilité pilotées par les ICSD (1/2)

- **L'interopérabilité du post-marché en Europe n'est pas une chose nouvelle** et n'a attendu ni T2S ni les initiatives observées depuis ces 5 dernières années
  - Dès 1980, un lien entre Euroclear Bank et Cedel International permettait de faciliter les échanges, enrichi au fur et à mesure des années
  - Dans les années 90 et 2000, de nombreux liens ont été créés entre CSD et avec les ICSD afin de faciliter les échanges et de raccourcir les processus
- **On observe toutefois, en particulier depuis la crise, une multiplication des initiatives** en ce sens, en Europe et bien au-delà, pilotée par **Euroclear** et **Clearstream**



# Une plus grande interopérabilité entre les marchés et les acteurs

## Les initiatives d'interopérabilité pilotées par les ICSD (2/2)

- Ces initiatives sont soit déjà opérationnelles, soit doivent le devenir à horizon 2015-2016
- Elles visent particulièrement la gestion du collatéral. Bien que l'objectif est de couvrir un nombre maximal de classes d'actifs à terme, **elles portent à ce jour le plus souvent sur des classes d'actifs spécifiques** :

Euroclear	avec	<div>Clearstream</div> <div>Eurex Clearing</div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Segment des repos</b></li> <li>• L'objectif du MoU signé en juillet 2013 est d'étendre à Euroclear les liens entre Eurex et Clearstream pour le R/L des pools d'actifs éligibles à GC Pooling</li> <li>• Ce MoU est ouvert à d'autres CCP et CSD</li> </ul>
Euroclear	avec	Korea Securities Depository (Corée)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Prêts-emprunts</b></li> <li>• <b>Collatéral sur OTCD</b></li> </ul>
Euroclear	avec	DTCC (Etats-Unis)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Collatéral sur OTCD dans un premier temps</b></li> <li>• Go live après mise en œuvre par DTCC de Margin Transit Utility en 2014</li> </ul>
Euroclear	avec	HKMA (Hong-Kong)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'objectif des derniers accords porte sur les repos</b></li> <li>• En partenariat avec JP Morgan Worldwide Securities Services</li> </ul>
Clearstream	avec	ASX (Australie)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Repo</b></li> <li>• <b>Triparty collateral management</b></li> </ul>
Clearstream	avec	Cetip (Brésil)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Collateral management sur tous types de classes d'actifs</b></li> </ul>
Clearstream	avec	Iberclear (Espagne)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Collateral management sur tous types de classes d'actifs</b></li> </ul>

# Une harmonisation des pratiques européennes

## L'harmonisation des pratiques de marché en liaison avec T2S

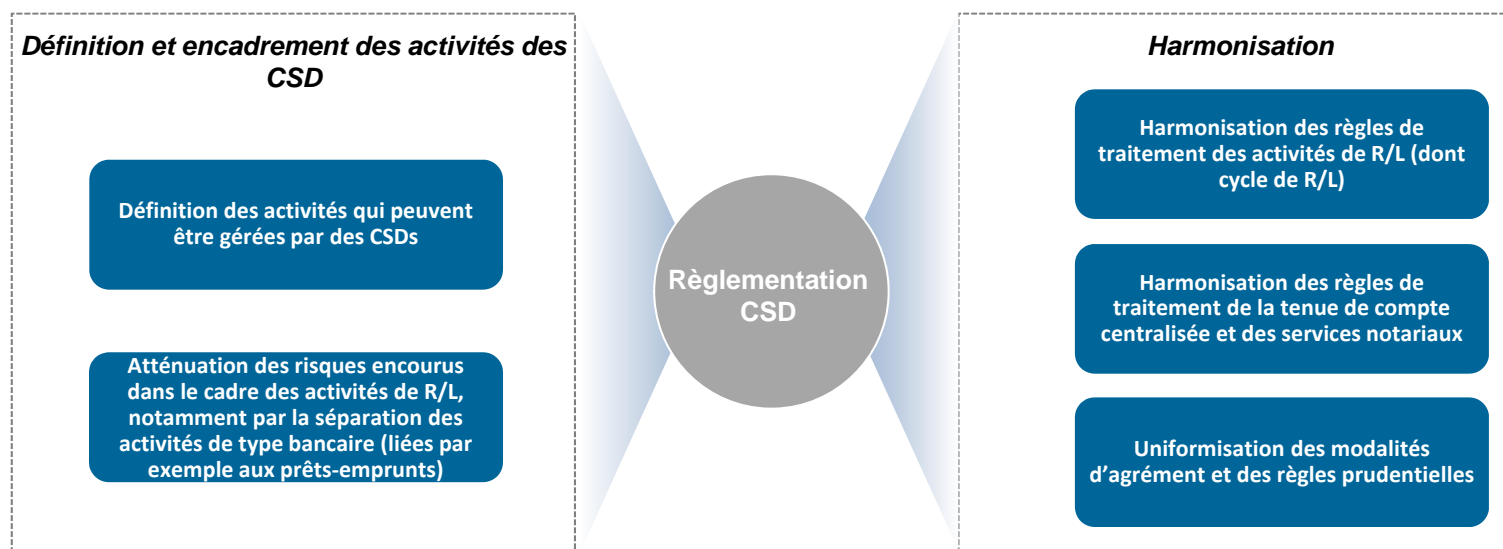
	Activité	Définition des standards	Engagement des acteurs et suivi	Date de mise en œuvre
PRIORITE 1	Messages ISO 20022 pour T2S	ACHEVE	OK	10/2014
	Définition des critères de matching T2S	ACHEVE	OK	10/2014
	Harmonisation des procédures d'enregistrement	ACHEVE	OK	10/2014
	Informations pour les taxes sur les transactions	ACHEVE	OK	10/2014
	Services connexes offerts par les CSDs	ACHEVE	OK	10/2014
	Calendrier de la journée de R/L	ACHEVE	OK	10/2014
	Standards pour les OST sur flux en T2S	ACHEVE		10/2014
	Settlement Finality I: entrée initiale de l'ordre	EN COURS		Migration
	Settlement Finality II: irrévocabilité des ordres de transfert	ACHEVE	OK	Migration
	Settlement Finality III: irrévocabilité des transferts	ACHEVE	OK	Migration
	Localisation des comptes / conflits de juridiction	Cf. CSDR		06/2015
	Outsourcing des services de R/L	Cf. CSDR		
	Discipline de R/L	Cf. CSDR		Migration
	Cycles de R/L	Cf. CSDR		06/2015
	Disponibilité des comptes omnibus	ACHEVE	ACHEVE	Migration
	Restrictions sur les comptes omnibus	ACHEVE	OK	Migration
	Procédures d'enregistrement	EN COURS		Migration
	Numérotation des comptes espèces	ACHEVE		10/2014
	Numérotation des comptes titres	ACHEVE		10/2014
PRIORITE 2	Standards de marché pour les OST	ACHEVE		10/2014
	Lieu d'émission	Cf. CSDR		06/2015
	Procédures de retenue à la source	EN COURS		06/2015
	Collecte des taxes dans les moteurs de R/L	A VENIR		06/2015
	Transparence des détenteurs	EN COURS		T2S v2
	Accès au marché et interopérabilité	Cf. CSDR		06/2015
	Unité de quantification des titres	ACHEVE	OK	10/2014

- Pour permettre la réalisation de T2S, mais au-delà, l'Harmonisation Steering Group et le T2S Advisory Group tentent d'apporter une réponse à toutes les barrières Giovannini
- La définition et la mise en œuvre des standards est en bonne voie
  - 15 standards sur 26, 10 faisant l'objet d'un engagement des acteurs sur l'harmonisation et d'un suivi
- Des progrès notables ont été récemment faits
  - Critères de matching
  - Calendrier de la journée de R/L
  - Irrévocabilité
  - Utilisation des comptes omnibus
- Toutefois, certains standards sont liés à des processus externes qui pourraient enlever certains bénéfices à la mise en œuvre de T2S
  - Adoption de la Règlementation CSD (qui sera discutée au Parlement en décembre)
  - Adoption de la législation sur le droit des titres (SLL), encore en gestation

# Une harmonisation des pratiques européennes

## L'harmonisation du cadre réglementaire des CSD – T2S et au-delà (1/2)

- La réglementation CSD, proposée par la Commission Européenne le 7 mars 2012 et discutée dans le cadre d'ECON, apporte la contribution nécessaire pour la mise en œuvre de Target 2 Securities

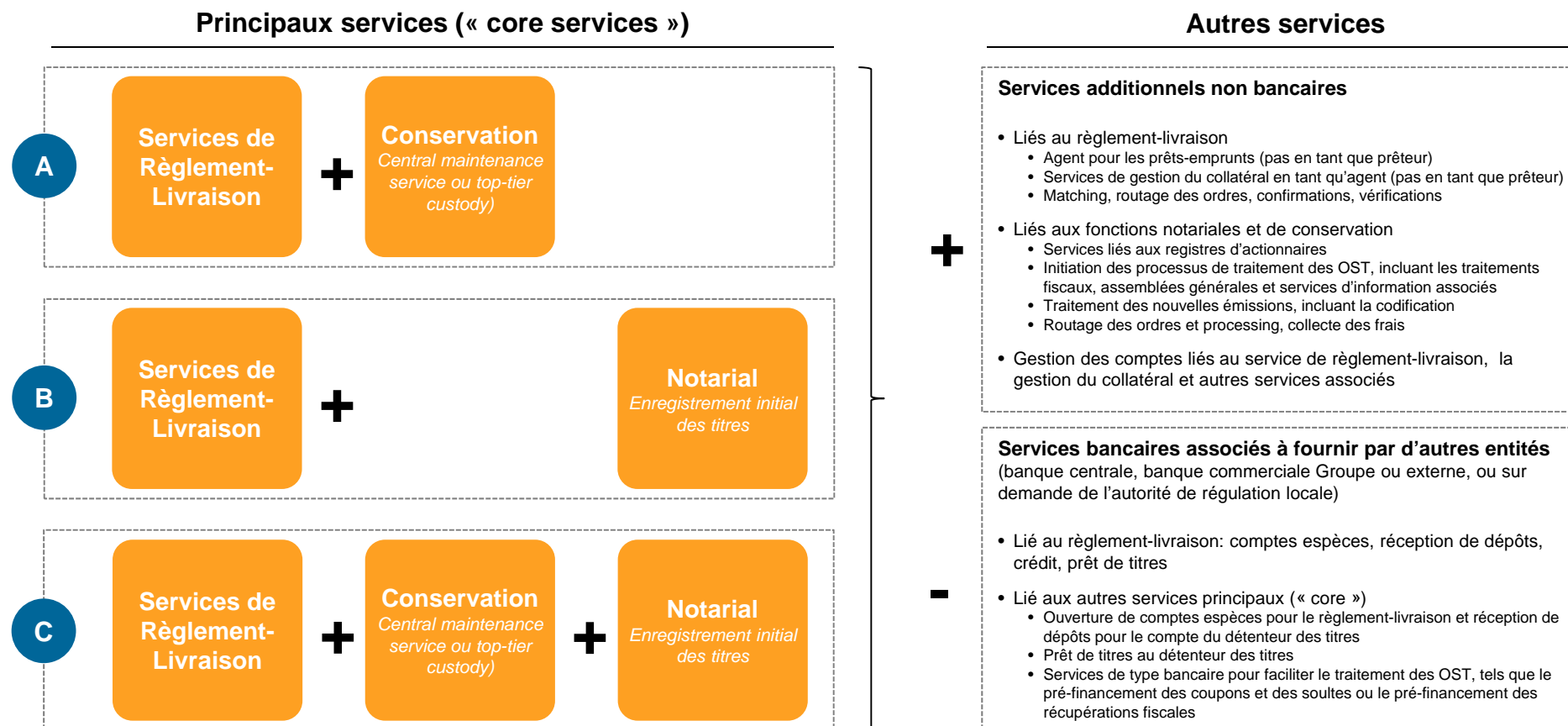


- En harmonisant les règles applicables et en donnant une définition de ce qu'est un CSD et des activités qu'il pratique, la Commission Européenne va néanmoins plus loin : elle ouvre le jeu, pèse sur le portefeuille d'activités des CSD et crée de nouvelles opportunités
- Notamment, elle permet à de nouveaux acteurs d'obtenir le statut de CSD et de bénéficier d'un passeport au sein de l'Union Européenne, à mettre en regard de la mise en œuvre de T2S

# Une harmonisation des pratiques européennes

## L'harmonisation du cadre réglementaire des CSD – T2S et au-delà (2/2)

- La réglementation CSD définit précisément le périmètre des activités offertes par un CSD, suivant différents modèles



- Ces services peuvent être offerts par les CSDs européens existants, par de nouveaux entrants, ou par des CSD non-européens reconnus par l'ESMA – sur le modèle de la libre prestation de services

## L'harmonisation des cadres juridiques

- **Le volet juridique reste sans aucun doute à ce jour le parent pauvre de l'harmonisation.** La Commission Européenne souhaite depuis de nombreuses années agir sur ce terrain, la Securities Law Legislation étant régulièrement placée à l'agenda de la Commission Marché Intérieur, sans qu'un texte émerge.
- 3 barrières Giovannini font obstacle à l'harmonisation, concernant les droits de propriété, les modalités de netting et le traitement des conflits de juridiction  
**Seule la révision en 2002 de la Settlement Finality Directive a pu apporter un certain confort pour l'échange de collatéral.**

### Deux problématiques de fond

<b>Un régime différent pour les actions et les obligations</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Les titres de dette peuvent être émis sous des formes et suivant des régimes juridiques libres et variés</li><li>• Le cadre juridique des actions est ancré dans la législation nationale, notamment en termes de forme et de particularités pour les détenteurs</li></ul>
<b>Une réforme délicate qui touche les droits nationaux en profondeur</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• La notion de titre ou d'actif, les modalités de détention ou la responsabilité de celui qui en a la garde sont définies différemment d'une législation à une autre, en dehors des législations financières (par exemple : Code civil) et pour des activités plus larges que les seules activités financières</li><li>• Les droits de propriété attachés ainsi que les modalités de transfert de la propriété ou de nantissement (pledge) d'un actif sont très différentes d'une législation à une autre</li></ul>

### Des questions complexes

<b>Quelles modalités de réutilisation des actifs ?</b>	<b>Quelles règles sur les transferts de propriété pour s'assurer de « qui détient quoi » ?</b>	<b>Comment éviter l'inflation des titres</b> (simultanéité des mécanismes de débit / crédit) ?	<b>Comment s'assurer de l'unicité de la propriété, notamment en cas de conflits de juridiction ?</b>
--	--	---	--

# Quels enjeux pour les intervenants du post-marché ?

---

- Le post-marché s'est fortement développé depuis les années 90, et plus particulièrement dans les années 2000, en prenant acte de la faible interopérabilité, du manque d'harmonisation et de la fragmentation
  - **Le développement en Europe des acteurs du marché s'est opéré sur cette base**, en limitant considérablement les possibilités pour les acteurs du marché de bénéficier pleinement de leur croissance par la mise en œuvre de processus standardisés s'extirpant des contraintes locales
  - **Des services spécifiques ont été mis en œuvre** pour contourner ou s'accommoder de ces difficultés
- **Pour les acteurs du marché, une nouvelle ère s'ouvre effectivement :**
  - **Pour les acteurs du segment Institutionnels**, c'est l'occasion :
    - de rationaliser leurs plateformes et leurs gammes de service de façon plus simple, et de générer à moyen terme des économies, passée la vague actuelle d'investissement et de mise en conformité réglementaire
    - de s'interroger sur l'intérêt d'enrichir leurs services en lançant des services de CSD – via des entités séparées
  - **Pour les acteurs qui se lancent sur le segment de la sous-traitance de back-office pour les BFI**, c'est une opportunité de mettre en œuvre à un horizon court, sur le périmètre européen, un modèle économique plus profitable appuyé sur une organisation simplifiée
  - **Pour les acteurs du Retail**, T2S pourrait être l'opportunité attendue pour se lancer dans un développement international encore incertain
  - **Pour les infrastructures** enfin, si leur modèle économique peut souffrir à court terme de l'outsourcing du règlement-livraison à T2S, leur modèle opérationnel devrait s'en trouver simplifié, leur permettant de se concentrer sur les initiatives actuelles autour de la fluidification des échanges de collatéral en Europe et en dehors
- **A un niveau agrégé, plusieurs tendances semblent devoir s'affirmer dans les années qui viennent :**
  - A court terme : un investissement non négligeable dans les projets en cours et dans des projets de rationalisation transfrontaliers
  - A plus long terme :
    - Une baisse des coûts d'opération et une profitabilité sans doute accrue
    - Une nouvelle vague possible de consolidation du post-marché
    - Le rapprochement des deux compartiments du post-marché, Infrastructures et Global Custody

- **En termes juridiques** : il est vraisemblable que l'incertitude juridique liée à l'absence d'harmonisation du droit des titres perdurera encore un certain nombre d'années
  - Etant donnée la lourdeur de la tâche, elle pourrait dans un premier temps ne se concentrer que sur quelques quick-wins, repoussant une réforme profonde à plus tard
- **En termes opérationnels** : si la croissance dans les années à venir devrait être plus forte pour les services de gestion du collatéral que pour les autres activités, en termes opérationnels, de nombreuses questions restent à ce jour sans réponse :
  - Face à la montée des exigences en collatéral, quel collatéral sera échangé demain :
    - Quelle sera la part du collatéral en titres ?
    - Quels types de collatéral en titres seront échangés ?
  - Face à la multiplication des canaux d'interopérabilité, quels seront les circuits d'échange du collatéral les plus efficaces ?
  - Quelles seront les localisations les plus prisées par les acteurs du marché pour le collatéral ?
- **En termes de spécificités locales** : s'il est certain qu'à horizon de 10 ans, des particularités locales demeureront dans le traitement des titres – notamment en matière de fiscalité, il est difficile aujourd'hui de savoir dans quelle mesure et lesquelles :
  - Quelle appétence auront les acteurs pour certains processus ou services locaux (cf. les propositions faites pour remplacer le système des pensions livrées) ?
  - Dans quelle mesure les gouvernements nationaux souhaitent-ils maintenir un certain nombre de spécificités à destination des particuliers ou des institutions locales ?
- **En termes de modèle opérationnel** : face à la multiplication des initiatives d'outsourcing, où seront situés les back-offices des marchés européens ?




# T+2 : où en est la Place de Paris ?

**Marc Tibi**

---

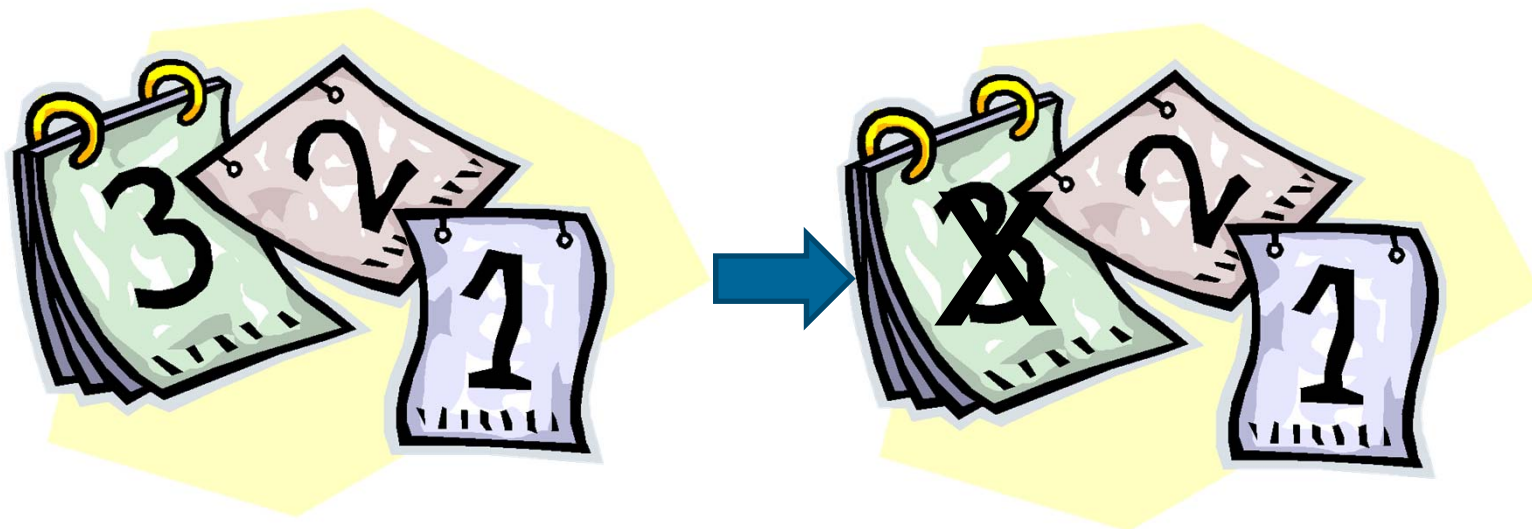
Directeur Projets et Relations de Place,  
**BNP Paribas Securities Services**

Animateur du Groupe de Place « Migration à T+2 » de l'**AFTI**

-  **Première étude d'impacts AFTI en 2011, principalement axée sur les teneurs de comptes conservateurs**
-  **Réactivation d'un groupe de travaux de place Q1 2013 :**
  -  Participation des différents métiers (ANSA, AFEP, AFG, AFTI, AMAFI, infrastructures de marchés, Banque Centrale)

**Production d'un cahier des charges de Place en juin 2013**

## Avant la bascule





## Calendrier SBI

- Refus par culot à T+1 soir, le dénouement ayant lieu en fin de journée T+2 (encore à confirmer)



## Calendrier SRD

- Liquidation : 3 jours avant la fin de mois civil
- Report : 2 jours avant la fin de mois civil



## Délai de présentation des bordereaux de Références Nominatives (BRN)

- En T+3 : envoi des BRN jusqu'à T+2, 19h pour une prise en compte dans le registre de l'émetteur à T+3
- Avec T+2 : envoi des BRN jusqu'à T+2, en milieu de journée, pour une prise en compte dans le registre de l'émetteur à T+2 fin de journée



## Détermination de la Record Date Assemblée Générale




- Aujourd'hui sur la base des positions traitées (3 jours avant le règlement /livraison)
- Modifier cette prise de photo pour :
  - S'adapter au passage à T+2 ET
  - S'harmoniser avec les standards européens émetteurs
- ➔ Fixer la Record Date sur la base des positions dénouées deux jours avant l'Assemblée Générale



## Synchronisation actif / passif

- T+2 non obligatoire pour le passif des OPCVM
  - Evaluer le degré de désynchronisation entre l'actif et le passif

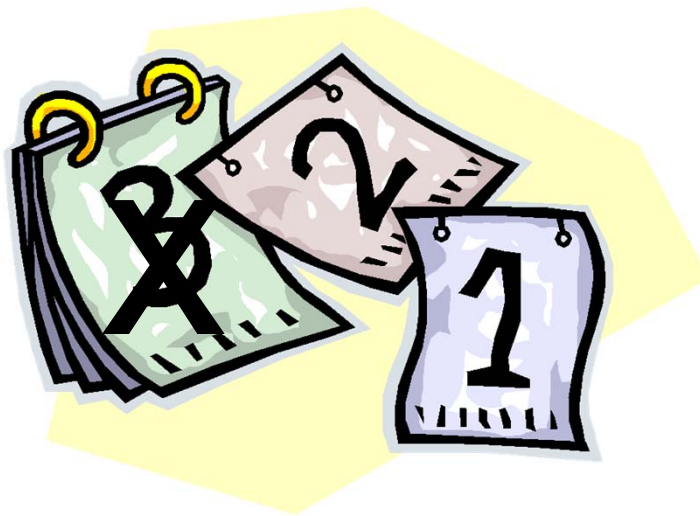
**Contacts étroits et réguliers avec l'Autorité des Marchés Financiers et la Direction Générale du Trésor pour aborder les impacts juridiques et fiscaux nés du passage à T+2**

-  **Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers**
-  **Code du Commerce**
-  **Instructions fiscales**
  - Plus-values et revenus
  - ISF
  - Taxe sur les acquisitions de titres de capital ou assimilés (TAT)

## Contraintes identifiées dans le choix de la date

Contraintes identifiées	Préconisation
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Basculer avant les vagues T2S</li> <li>• Eviter les périodes d'OST (février à juin)</li> <li>• Eviter le freeze de fin année (mi-décembre à mi-janvier)</li> </ul>	<b>Fin d'année 2014</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mutualiser les phases de tests avec celles du stream 5 du projet H2D/HDR</li> </ul>	<b>Octobre 2014</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eviter les dates anniversaires d'émissions d'OAT (15 et 25 octobre)</li> <li>• Eviter le troisième vendredi du mois (en fonction des dérivés)</li> <li>• Basculer préférablement en première quinzaine de mois (OST)</li> <li>• Eviter de basculer le dernier jour calendaire du mois (comptabilité)</li> </ul>	<b>4 et 5 Octobre 2014</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le vendredi 3 octobre 2014 sera le dernier jour des négociations à T+3</li> <li>• Le lundi 6 octobre 2014 sera le premier jour des négociations à T+2</li> <li>• Le mercredi 8 octobre 2014 sera la premier jour de dénouement à T+2 ainsi que le dernier jour de dénouement à T+3</li> </ul>	

## Pendant la bascule



## **Coupons courus**

- Pas d'évolution le jour du premier dénouement à T+2 (en liaison avec les data vendors)

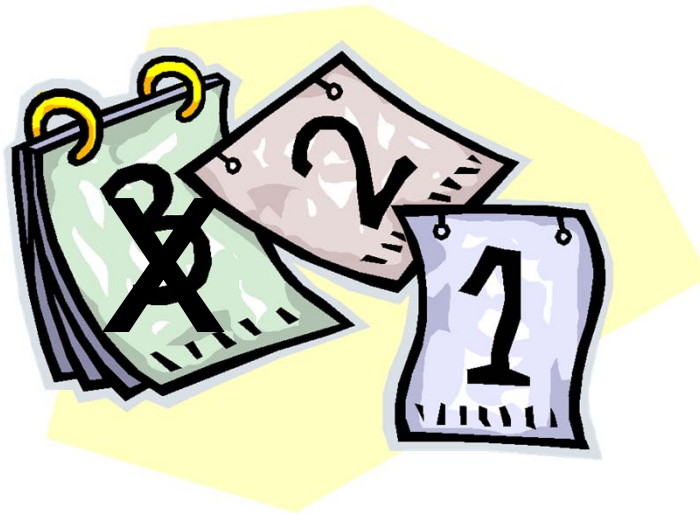
## **Cas des OST sur flux**

- Avec distribution d'espèces : pas d'Ex date le jour du démarrage de T+2
- Avec distribution de titres : émetteurs à sensibiliser pour éviter ces OST le premier jour de dénouement à T+2.

## **Pics de trésorerie**

- 2 journées de dénouements en 1

## Après la bascule



- **En amont du règlement/livraison**

- **Confirmations électroniques**
- **Early matching**
- **Accélérer l'envoi des instructions de règlement/livraison**

**A lier avec la future settlement discipline européenne**



## **Jusqu'à décembre 2013**

- Suivi et communication mensuels des actions auprès des infrastructures , régulateurs , acteurs
- Veille relative à la publication du règlement CSD et au planning des autres pays



## **Au cours du premier semestre 2014**

- Préparation de la phase de recette en liaison avec les infrastructures
- Points de contacts additionnels avec les associations professionnelles



## **De juillet 2014 à octobre 2014**

- Coordination de la recette pour les tests relatifs à T+2, en liaison avec Euroclear
- Communication ad' hoc pour le démarrage

**Un Référent de Place nommé sur chacun de sujets**

# MERCI POUR VOTRE ATTENTION



## Une Table ronde / deux thèmes :

- Quel niveau de préparation des acteurs sur la sécurisation des marchés OTC ?
- Quelle industrie dans un monde post-T2S, CSDR où l'interopérabilité s'accroît ?

**Animateur :** Alain Pochet, **Responsable Clearing, Custody & Corporate Trust Services,**  
BNP Paribas Securities Services  
**Vice-Président de l'AFTI**

### **Orateurs :**

- Dan Toledano, Responsable produits – ESES, T2S & collateral management services, Euroclear France
- Christophe Hémon, **Directeur Général, LCH.Clearnet SA**
- Arnaud Misset, **Directeur-Adjoint Groupe, Département « Produits et solutions », CACEIS**
- Eric de Nexon, **Directeur des Relations de Place du Métier Titres, Société Générale Securities Services**

# FIN DE L'AMPH

---



[www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)

En partenariat avec :

