

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

1

Vision d'un régulateur

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

2

Panorama des réglementations et projets européens,

des impacts et des grands enjeux,
de la mise en œuvre à aujourd'hui

Gaspard Bonin,
Associé,
Cabinet Equinox Consulting

4

Avalanche réglementaire Intégration du post-marché européen

François Dubrau,
Directeur,
Cabinet Equinox Consulting

7

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

10

Table ronde sur 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?

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

Christophe Hémon,
Directeur Général de LCH.Clearnet SA

Arnaud Misset,
Directeur-Adjoint Groupe,
Département « Produits et solutions »
de CACEIS

Éric de Nexon,
Directeur des Relations de Place
du Métier Titres de Société Générale
Securities Services

Dan Toledano,
Responsable produits – ESES,
T2S & collateral management services,
Euroclear France

12

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

En partenariat avec



Éditorial

Cet amphi a été l'occasion de partager l'actualité de certains grands projets, parmi lesquels, l'annonce de la finalisation de la fusion entre Nyse Euronext et ICE qui ouvre un nouveau chapitre pour la Place de Paris.

Dans ce contexte, le rapport de Thierry Francq sur l'évolution d'Euronext et l'avenir des activités de marché et de post-marché a été rendu public le 12 novembre 2013 à l'appui d'un communiqué de presse de Pierre Moscovici.

Ce rapport est un plaidoyer pour le maintien d'un « Euronext Continental » à Paris, qui serait en charge des marchés cash et dérivés des 4 pays concernés, dès lors qu'un certain nombre de conditions auront été réunies aux plans réglementaire, fiscal et capitalistique.

Selon le rapport Francq, Euronext peut en effet faire valoir :

- son poids dans le marché action européen,
- son rôle au centre d'un véritable écosystème financier qui serait sérieusement fragilisé par le départ d'Euronext ou son affaiblissement,
- le fait d'être bien placé pour traiter les spécificités nationales, et son rôle indispensable pour le financement des PME/ETI,
- par ailleurs, sa présence apparaît comme nécessaire au maintien à Paris des centres de décisions et du développement de services à haute valeur ajoutée,
- c'est enfin une condition sine qua non à la sauvegarde de l'influence française sur l'agenda de la régulation européenne et internationale.

L'avalanche réglementaire poursuit sa route...

Il est vrai qu'elle correspond au besoin, que nul ne peut nier, d'adapter l'industrie financière mondiale à la nouvelle donne, en recherchant le meilleur fonctionnement possible des marchés financiers pour l'avenir.

Tout a été dit et écrit sur cette crise longtemps insaisissable en raison des diverses formes qu'elle a pu prendre (liquidité, solvabilité, bancaire, financière, des dettes souveraines, de l'euro).

Dans ce cadre, le Sommet du G20 qui s'est

tenu en septembre 2009 à Pittsburg a fourni un apport décisif dans la recherche d'une réforme de la régulation financière, qui passe par une meilleure discipline des marchés OTC, et notamment par une plus grande transparence et une meilleure sécurité, ainsi que par une volonté de standardisation.

Les moyens prévus par le G20 sont à la hauteur des enjeux :

- compensation par contrepartie centrale,
- reporting des flux à des Trade Repositories,
- concentration des opérations sur des plateformes organisées.

La liste des textes mis en route dans la foulée du G20 est en soi assez impressionnante : le Dodd Frank Act, EMIR, CRD IV, Bâle III, CSDR.

Il reste à les mettre en œuvre, et à en mesurer l'impact sur le post-marché.

L'intégration du marché financier européen, dont les textes rappelés à l'instant sont des composantes indispensables, passe par bien d'autres réformes, techniques fiscales et juridiques que les travaux sur les barrières dites « Giovannini » au début des années 2000 ont mis en évidence. Un certain nombre d'initiatives ont été prises pour y répondre, à commencer par la mise en œuvre de Target 2 Securities (T2S), projet européen phare de ces prochaines années, mais aussi :

- la révision de la Directive MIF,
- la migration du Règlement-Livraison à T+2,
- la transposition des standards européens sur les OST,
- et, surtout, l'harmonisation du droit du titre, qui me paraît être le sujet principal, sur lequel la sensibilité de la Place française est particulièrement marquée, et que je m'étonne toujours de voir traité par les instances européennes pratiquement en fin de parcours, alors qu'il aurait fallu, me semble-t-il, commencer par-là, puisque tout part de là. ■

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

Vision d'un régulateur

Edouard Vieillefond,

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

C'est un honneur et un défi pour moi de vous donner la vision du régulateur sur les évolutions réglementaires en cours. Un honneur, car de mon point de vue de régulateur, je me satisfais que beaucoup ait déjà été fait pour mettre en œuvre les engagements du G20 et bâtir les fondations réglementaires d'une réelle intégration de l'univers du post-marché en Europe. Un défi également, car j'ai conscience que beaucoup reste à faire d'un point de vue réglementaire et que la phase de mise en œuvre dans laquelle nous sommes aujourd'hui suppose une étroite collaboration mais aussi une constante vigilance du régulateur.

Laissez-moi donc vous présenter ma vision de ce qui a été fait et de ce qui reste à faire au niveau réglementaire ainsi que les quelques points qui requièrent aujourd'hui la vigilance du régulateur.

Ce qui a été fait, d'abord : je ne reviendrai pas sur l'ensemble des évolutions réglementaires initiées depuis la crise et les engagements pris au Sommet du G20 de Pittsburg. EMIR, CRD, MIF, CSD : l'ensemble de ces textes participent d'un même objectif visant à renforcer la transparence et la sécurité du marché, notamment des dérivés OTC.

Ils témoignent également d'une prise de conscience forte, au niveau européen, que cette sécurité et cette transparence passent nécessairement par une intégration européenne poussée en matière d'infrastructures de marché.

Cette intégration suppose des infrastructures soumises à un corps de règles exigeantes et qui soient les mêmes dans les 27 États membres. Témoigne de la même ambition le fait que ces textes prennent tous la forme d'un règlement européen directement applicable dans les États membres – et non pas d'une directive. Et si la supervision de ces infrastructures reste nationale dans la plupart des cas, la mise en œuvre des collèges de chambres de compensation,

par exemple, permettra l'avènement d'une véritable culture européenne de la supervision. Cette ambition explique encore que l'Europe soit parfois allée au-delà des PFMI pour assurer une convergence maximale au niveau européen ainsi que la robustesse des infrastructures européennes : je ne reviendrai pas sur le débat UE-USA concernant la période de liquidation prise en compte pour le calcul de leurs marges par les chambres de compensation, mais il s'agit in fine d'un bon exemple de l'ambition européenne d'assurer la sécurité des infrastructures de marché. Cette ambition justifie encore que, pour les principes les plus fondamentaux tels que les marges, les décisions d'équivalence aboutissent à terme à un chantier plus global visant à renforcer la granularité de la règle au niveau international.

Cette intégration, l'AMF l'appelait de ses vœux depuis plusieurs années et s'en réjouit donc. Bien évidemment, certains de ces textes sont plus achevés que d'autres. Mon intention n'est pas de rouvrir les débats autour de ces textes. Je me contenterai juste de déplorer qu'in fine et malgré cette ambition, les textes aient consacré la possibilité pour un CSD d'exercer des activités bancaires. Si cela devait se faire sans recours à la médiation contraignante de l'ESMA en cas de désaccord entre États membres, comme envisagé lors des débats au Conseil, notre constat de régulateur ne pourrait être que celui d'un relatif échec de l'harmonisation européenne en matière de dépositaire. De la même façon, nous pouvons regretter que la révision de la MIF n'ait pas été l'occasion d'une réforme plus ambitieuse des structures de marché : même si des progrès ont été accomplis dans l'encadrement du recours à l'OTC notamment, des dérogations à la transparence pré-négociation subsistent pour des transactions qui indéniablement participent à la formation des prix. Pour un régulateur de marché, il est quelque peu paradoxal de constater que les principes de transparence applicables aux dérivés soient encore malmenés pour les actions les plus liquides.

Les textes étant votés, ou en cours de l'être, il appartient maintenant aux régulateurs d'en assurer la mise en œuvre et de rester vigilants quant aux impacts qu'ils auront sur les structures de marché actuelles. Permettez-moi de m'attarder davantage sur les étapes qu'il reste à entreprendre.

Il nous reste en effet beaucoup à faire.

Réglementairement en premier lieu : la période qui va s'ouvrir est finalement tout aussi fondamentale que celle qui vient de s'achever.

Reprenons les textes un à un :

1. EMIR d'une part : je ne vais pas faire l'exégèse des articles de presse parus ces dernières semaines et qui se font l'écho du retard de la mise en œuvre de l'obligation de compensation en Europe. Celle-ci suppose des infrastructures saines et nous venons d'entrer dans la procédure d'autorisation des chambres européennes par les régulateurs nationaux et de reconnaissance des chambres étrangères par l'ESMA. Du point de vue national, ce processus prend du temps, même s'il est enserré dans un délai de sept mois par les textes. S'agissant des chambres étrangères, ces dernières devaient déposer leur demande de reconnaissance auprès de l'ESMA au plus tard le 15 septembre 2013. Au total, seules quelques chambres n'ont pas déposé de dossier, tandis que l'ESMA a publié en parallèle ses avis d'équivalence concernant les principales juridictions concernées. Tout ceci constitue une étape importante certes, mais je dirais que le plus fondamental reste à venir :

- L'obligation de compensation prendra la forme de nouveaux standards techniques qui ne devraient pas intervenir avant le second semestre 2014 en raison du processus d'autorisation/de reconnaissance des chambres. L'entrée en application – en février prochain – de l'obligation de reporting aux TRs sera un outil précieux dans cette perspective, mais pas seulement tant il est nécessaire d'assurer

Vision d'un régulateur (fin)

la convergence internationale, notamment avec les USA. Cette obligation ne sera par ailleurs pas pleinement efficace tant que l'Europe ne se sera pas dotée de son corps de règles complet applicable aux produits qui ne sont pas compensés : en cela, la future reprise des travaux du WGMR (Working Group on Margining Requirements) dans des standards européens permettra de créer les incitations appropriées à la compensation centrale.

- La pratique nous dira si les collèges de chambres de compensation – que nous connaissons bien en France – tiendront toutes leurs promesses et permettront réellement de garantir un level playing field au niveau européen. En tout état de cause, c'est dans cet état d'esprit que l'AMF participera aux collèges et participe déjà plus largement aux travaux de l'ESMA sur la mise en œuvre d'EMIR.
- La reconnaissance des chambres étrangères pose des questions délicates de concurrence des infrastructures au niveau international mais aussi du niveau de sécurité requis par les régulateurs. Si les décisions d'équivalence de la Commission sont toujours attendues, elles posent finalement les questions suivantes : à partir de quand peut-on considérer qu'une réglementation poursuit les mêmes objectifs qu'une autre en termes de réduction des risques ? Réduction des risques, il me semble que telle doit être la clé de lecture en la matière : ce qui sous-tend l'équivalence, c'est la volonté de garantir que les risques des intervenants européens soient atténués. Cette approche permet également de tracer les contours des principes fondamentaux sur lesquels les régulateurs doivent converger plus finement : à terme, il n'est pas sain que les chambres de compensation aient des modalités de calcul de leurs marges variables selon la nationalité des adhérents compensateurs. Ces éléments sont fondamentaux au point qu'ils nécessitent – non pas une approche bilatérale via l'équivalence en Europe ou la substituted compliance aux USA – mais une convergence internationale fine qui aille jusque dans le détail de la période de liquidation ou du niveau d'intervalle de confiance attendus.

2. MIF d'autre part : nous sommes maintenant bien avancés dans les trilogues, mais un vaste travail de rédaction des standards techniques nous attend au niveau de l'ESMA : comment seront mis en œuvre les caps permettant de limiter le recours aux waivers, comment sera définie la liquidité pour l'obligation de négocier les dérivés sur des plateformes, quelles seront les dérogations à la transparence pré et post trade pour les dérivés ? Autant de questions parmi d'autres qui ne manqueront pas de se poser dans le cadre de la rédaction de ces standards techniques.

3. Il en va de même pour CSDR : l'ESMA a déjà commencé à travailler sur des orientations en vue des futurs standards techniques pris en application du règlement et une consultation devrait être lancée en début d'année 2014. Là encore, je ne sous-estime pas l'ampleur des travaux, notamment s'agissant des futurs standards techniques applicables aux buy-in ou au niveau des pénalités. L'adoption de l'ensemble de ces textes constitue, vous le savez, une étape importante pour la mise en œuvre de T2S en Europe, ce qui justifie que nous travaillions dans un délai contraint.

4. Malgré l'ensemble de ces textes, la faillite d'une infrastructure – même si elle s'est avérée exceptionnelle en pratique – doit faire l'objet de la mise en place d'un cadre harmonisé au niveau européen. À cet égard, l'Europe pourra s'appuyer sur les travaux des standards settings bodies, à savoir CPSS-IOSCO et le FSB qui ont lancé cet été une consultation sur la recovery et la résolution des infrastructures de marché. Cette convergence est particulièrement importante, car nous sommes conscients des effets de contagion susceptibles d'entraîner l'entrée en redressement d'une infrastructure de marché. Le caractère systémique des infrastructures justifie également que le projet européen ne se focalise pas exclusivement sur les chambres de compensation : il faut prendre en compte l'ensemble des infrastructures, y compris les CSD, en ayant une approche fondée sur la nature du risque encouru par l'infrastructure.

5. Enfin, faut-il encore espérer que la Commission européenne publie un projet de révision de la directive SLD ? C'est une tâche ambitieuse bien évidemment que de vouloir

harmoniser le droit du titre au niveau européen. À nos yeux, cette harmonisation devrait nécessairement obéir aux objectifs suivants : empêcher l'inflation de titres, ce qui devrait imposer comme prérequis la règle dite de « no debit whitout credit ». En France, il nous paraît presque tautologique que de dire que le titre se trouve à un seul endroit à la fois dans la chaîne d'intermédiation. À l'échelle européenne, le principe ne va pas de soi. Toute démarche ambitieuse en matière de droit du titre suppose de prendre comme point de départ l'investisseur (securities holder) en faisant de lui de plein droit le titulaire d'une propriété totale (full ownership) du titre, car in fine c'est bien l'investisseur que le régulateur a pour mission de protéger.

Je terminerai mon intervention par quelques points de vigilance pour le régulateur. Nous l'avons vu, nous sommes encore à mi-chemin des réformes, entre adoption des textes et mise en œuvre opérationnelle. Il est donc difficile de faire un point d'étape ou quelque prévision que ce soit. Je terminerai toutefois par une certitude et une prévision. La certitude concerne notre responsabilité en tant que régulateur de nous assurer – d'ores et déjà – que l'ensemble combiné des textes va dans le bon sens : notamment, nous avons voulu sécuriser le marché des dérivés en mettant, entre autres, en place une obligation de compensation ainsi que diverses mesures incitatives de cette obligation. Reste à mesurer l'impact combiné de ces différentes réformes et à vérifier que l'ensemble des textes – d'EMIR à CRD – participent du même état d'esprit et n'érigent pas de barrières indues à la mise en œuvre de la compensation ou du client clearing. Ma prévision concerne enfin les impacts de ces différentes réformes sur les structures de marché : quels mécanismes ou phénomènes de marché vont être induits par la pression sur le collatéral liée à la mise en œuvre de ces réformes ? En particulier, quelle pression va s'exercer sur le marché du repo et du prêt-emprunt ? Ces questions constituent autant de points de vigilance pour les régulateurs au cours des années à venir. ■

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

Gaspard Bonin,
Associé,
Cabinet Equinox Consulting

Le sujet de la réglementation est vaste mais le but de cette présentation est d'offrir une vision suffisamment précise et intéressante afin d'en dégager des impacts. Ainsi nous aborderons deux sujets: le premier concerne la transformation des marchés OTC et le deuxième, indispensable pour le fonctionnement des marchés européens traite de l'intégration du post-marché à travers les différentes initiatives/textes qui la gouvernent. Abordons d'abord le sujet de la transformation des marchés OTC en adoptant une vision plus détaillée des impacts de ces évolutions. La transformation des marchés OTC est un sujet impulsé par la crise et la vision négative que celle-ci donnait à certains modes de fonctionnement de ces marchés, interprétés par les régulateurs comme des dysfonctionnements. Ces marchés OTC concernent l'ensemble des dérivés: les taux, les swaps de taux, les dérivés de crédit, les CDS, les dérivés de change, les dérivés equity, les commodities etc. qui représentent aujourd'hui des volumes importants (> 600 000 milliards de stock de notionnel). Cette transformation des marchés OTC est initiée suite à un engagement pris par le G20 fin 2009 de réguler ces marchés avec trois objectifs:

1. Rendre ces marchés transparents grâce à un reporting envers les trade repositories.
2. Organiser et sécuriser ces marchés grâce à deux obligations pour les opérations suffisamment standards: l'obligation d'exécuter ces opérations sur des plateformes de marchés multilatérales électroniques (comme pour les dérivés listés) puis de les compenser grâce à des chambres de compensation afin de limiter le risque de contrepartie.
3. Inciter l'ensemble du marché à standardiser les opérations pour que celles-ci puissent passer dans des chaînes sécurisées grâce à:
 - la réglementation des processus opérationnels de traitement des opérations,
 - la limitation des distorsions entre des opérations traitées par les CCPs avec des exigences de collatéral et celles traitées en dehors des chaînes standardisées,

- l'évolution des exigences en fonds propres afin de limiter les risques de contrepartie et de rendre plus intéressante l'utilisation des chambres de compensation plutôt que le traitement bilatéral.

Auparavant, en tant que client buy-side, nous traitons une opération avec une contrepartie sur un dérivé OTC puis cette opération était confirmée et allouée aux différentes poches d'actifs du buy-side. Ces opérations étaient réalisées manuellement.

Présentons à présent ces obligations par ordre d'apparition chronologique et en prenant le prisme opérationnel du processus de traitement d'une opération. Nous verrons quels sont les nouvelles tâches et les nouveaux acteurs qui apparaissent.

Étape 1: L'encadrement des processus opérationnels avec deux éléments:

- L'imposition de délais de confirmation très réduits nécessitant l'utilisation de plateformes électroniques.
- L'obligation de réconciliation des portefeuilles entre différents acteurs qui nécessite l'arrivée des plateformes de réconciliation de portefeuilles (différentes des plateformes d'affirmation actuelles).

Étape 2: Le reporting aux trade repositories

Étape 3: La compensation de ces dérivés à travers des chambres de compensation avec deux nouveaux types d'acteurs sur ces marchés:

- les chambres de compensation,
- les clearing brokers.

Étape 4: L'obligation d'exécuter ces opérations sur des plateformes électroniques multilatérales (SEF: Swap Exécution Facility).

Ces plateformes sont accompagnées par un nouveau type d'acteur, les credits hubs qui

assurent la consolidation de ces opérations pré-trade. Par conséquent, le processus devient relativement complexe, avec de nombreuses étapes et l'intervention de sept nouveaux types d'acteurs.

Étapes 5 et 6: Incitation à standardiser le processus de collatéralisation post-marché afin de limiter les impacts financiers. Aux États-Unis, les étapes 1, 2, 3 et 4 ont été réalisées et ils s'occupent actuellement des plateformes d'exécution.

En Europe, nous avons réalisé l'étape 1. Les plannings se rejoignent au niveau de l'exigence de fonds propres prévue pour début 2014 puis pour la collatéralisation sur le bilatéral prévue entre décembre 2015 et décembre 2019.

Revenons maintenant sur chacune des étapes en détaillant les textes, les impacts et la manière dont nous nous y sommes préparés.

Première étape

Les contraintes opérationnelles ont déjà été mises en œuvre (septembre 2013 en Europe). Trois éléments sont à retenir pour cette étape:

- La limitation des délais de confirmation qui nécessitera l'utilisation de plateformes électroniques pour se conformer aux attentes;
- La réconciliation des portefeuilles avec des différenciations en fonction de la nature des acteurs et de la taille des positions réciproques;
- La nécessité de pouvoir valoriser d'une manière différente de leur contrepartie l'ensemble de ces opérations.

2^e étape

Le reporting aux trade repositories est actuellement un sujet majeur, en effet l'obligation de reporter toutes les opérations sur dérivés OTC et listés sera applicable à partir du 12 février 2014. Elle consiste à reporter un volume de données sur chaque opération de manière quotidienne (J+1 en Europe/15 à 30 minutes

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

aux États-Unis) aux régulateurs mais également de mettre à jour ces données (exemple : valorisation, nature et valorisation du collatéral). En Europe, quelques spécificités sont à noter telles que la volonté de reprise des historiques depuis le 16 août 2012 (entrée en vigueur d'EMIR).

Deux autres points d'attention sont à noter :

- la notion de délégation simple aux États-Unis mais qui n'est pas évidente à traiter en Europe pour des raisons de confidentialité et de responsabilité sur les données reportées,
- les nomenclatures sur les contreparties, les types de produits, les transactions pour lesquels l'ISDA a proposé des taxonomies mais le sujet reste à clarifier.

3^e étape

Le clearing est terminé depuis septembre 2013 aux États-Unis alors qu'en Europe cela aura lieu en 2014 ou 2015. L'obligation est simple, elle consiste à compenser sur une CCP les opérations suffisamment standards et liquides, la liste finale des opérations étant définie par les régulateurs (exemption pour les forwards et swaps de Forex).

Afin que cette obligation soit mise en œuvre, il faut que l'ensemble des CCPs se réenregistre auprès de l'ESMA et obtienne une autorisation. Ces dossiers ont été envoyés le 15 septembre 2013 et nous attendons un résultat d'ici la fin du premier trimestre 2014. Les tâches pour les CCPs sont nombreuses : fonds propres, calcul des fonds de garantie, inclusion d'une partie de leur capital dans le processus de défaut des membres, calcul du dépôt de garantie (Initial Margin) avec des différences entre les produits (listés/OTC) et géographiques (Europe/États-Unis).

Les impacts liés à cette étape sont importants :

- L'apparition des CCPs ;
- L'évolution des processus afin d'intégrer ces modèles de clearing ;
- L'apparition des clearing brokers avec des questions sur leur capacité à absorber tous les volumes, leur rentabilité et les contraintes liées à Bâle 3 ;
- La gestion du collatéral supplémentaire, le dernier exercice ayant été coordonné par le

comité de Bâle cet été. Le collatéral nécessaire pour ces opérations clearées atteint entre 300 et 700 milliards d'euros ;

- La convergence des traitements entre dérivés OTC et listés avec deux questions : les possibilités de cross margining entre les deux et les mouvements qu'il peut y avoir de l'un à l'autre. En effet, les règles d'initial margin sont « moins strictes » sur la partie dérivés listés, il peut y avoir une incitation à utiliser des dérivés listés qui ressemblent économiquement aux dérivés OTC pour mobiliser moins de capital ;
- En Europe, les régulateurs souhaitent conserver l'historique entre le moment où les premières CCPs seront validées et le moment où l'obligation de clearing entrera en vigueur. Ainsi, dès que les premières CCPs seront validées, les acteurs devront s'interroger sur l'opportunité de compenser les opérations (même si ce n'est pas obligatoire) afin d'optimiser le collatéral. De plus, cela évitera des problèmes de re-pricing assez complexes au moment du backloading lié aux structures de risques des opérations non clearées et clearées qui seront différentes.

Où en sommes-nous en termes de produits et d'anticipation ? La première vague se focalise sur les swaps de taux et les CDS selon la règle en vigueur édictée par la CFTC. La deuxième vague sera sur le Forex avec les CCPs qui fonctionnent mais avec une exemption majeure sur les forwards et swaps. Enfin la troisième vague concernera les actions.

L'exercice coordonné cet été arrive à une estimation finale de 60 % des stocks de notionnel qui seront traités à terme dans des chambres de compensation et 40 % en dehors.

Concernant les CCPs, il y a peu d'évolutions par rapport à l'année précédente. Il existe deux leaders sur cette compensation des dérivés OTC : LCH.Clearnet sur les taux (plus de 95 % des positions) et ICE sur le crédit, et deux challengers : CME qui concentre déjà 40 % des flux de client clearing et Eurex en Europe, dominant sur les dérivés listés.

4^e étape

Elle concerne l'obligation d'exécution sur des plateformes électroniques organisées. Cela signifie que toutes les opérations clearées et

proposées de manière suffisamment pertinentes pour traitement sur des plateformes d'exécution multilatérales devront l'être. Selon la réglementation américaine, les plateformes électroniques ont deux caractéristiques majeures :

- les carnets d'ordres sur lesquels toutes les opérations des clients finaux devront rester au moins 15 secondes,
- un mécanisme de « request for quote » relié au carnet d'ordres avec au minimum trois market makers interrogés.

Les impacts sont importants sur la structuration de la liquidité en tant que telle. Aujourd'hui les clients ont pour interlocuteurs les banques (swaps dealers) qui, elles-mêmes, échangent entre elles à travers des brokers. Au centre de tout cela vont arriver ces plateformes électroniques, ainsi chacun va devoir se replacer. Dès lors, comment les dealers vont-ils garder une relation privilégiée avec leurs clients ? Comment les brokers doivent-ils se positionner ? Enfin, comment le buy-side peut-il se servir de cet accès à la liquidité (potentiellement plus large) ?

Il y aura également des impacts sur les plateformes. Actuellement trois acteurs dominent le marché : les plateformes historiques (Bloomberg), les brokers inter-dealers qui s'interrogent sur leur avenir, les acteurs d'exécution sur les dérivés listés qui s'intéressent au marché OTC.

En Europe, les impacts sont de deux natures. En effet en traitant avec des contreparties américaines, l'Europe doit appliquer l'exécution et le clearing (non applicables actuellement en Europe) ou arrêter de traiter avec ces contreparties.

Étapes 5 et 6

Sur les incitations à standardiser les opérations face aux contraintes de collatéral et de fonds propres, le premier objectif est de renforcer les exigences en fonds propres sur les opérations bilatérales (Stressed EEPE, VaR sur CVA). Le deuxième sujet concerne la collatéralisation de toutes les opérations, même celles qui ne seront pas en chambre avec des règles relativement agressives sur les modalités de calcul

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

de l'initial margin, les modalités de ségrégation et sur la réutilisation possible de ce collatéral (entre décembre 2015 pour les banques de taille importante et décembre 2019 pour la plupart du buy-side). Cette dernière mesure aura évidemment des impacts majeurs sur la mobilisation, l'optimisation puis des problématiques majeures sur le pricing des opérations puisque cela modifiera la structure en risque et en liquidité des opérations.

En conclusion, le coût du collatéral et du capital additionnel à mobiliser est évalué entre 16 et 25 milliards d'euros sans compter les coûts de projet, les impacts sur le pricing des opérations en tant que telles. De plus des questions demeurent en suspens :

- Comment le marché se structurera-t-il ? 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...)?
- 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 clearings brokers, répondra-t-il à l'objectif initial de sécurisation des marchés OTC et de maîtrise du risque systémique ? ■

Avalanche réglementaire Intégration du post-marché européen

François Dubrau,
Directeur,
Cabinet Equinox Consulting

Nous sommes dans un univers beaucoup moins intégré que son équivalent américain pour deux raisons :

- Les barrières Giovannini : technologiques, fiscales et juridiques ;
- Une fragmentation des liquidités post-marché.

Cette fragmentation pose un problème d'efficacité du capital (Problématique d'efficience du collatéral).

La réponse à ces problèmes de liquidité a été apportée au départ par les acteurs de marché davantage que par le côté infrastructure. Néanmoins, progressivement, les initiatives se sont multipliées du côté infrastructure : ainsi, les groupes Euroclear et Clearstream se sont entendus notamment dans le cadre d'ESES.

Le projet européen le plus important, Target 2 Securities (T2S), doit être mis en place en 2015.

Il apporte beaucoup de réponses aux problématiques de défaut d'harmonisation et à la fragmentation, grâce à la mise en place 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.

Concernant les acteurs, le niveau de préparation est très hétérogène. Pour les CSD, banques centrales, global custodians, BFI et brokers, nous nous sommes intéressés à leur niveau de familiarité avec le sujet, à leur volonté d'être participant direct, aux développements réalisés et aux évolutions des offres de services et modèles économiques.

Les CSD et banques centrales sont les plus concernés et les plus familiers avec le sujet, (connaissance et maîtrise par les opérationnels

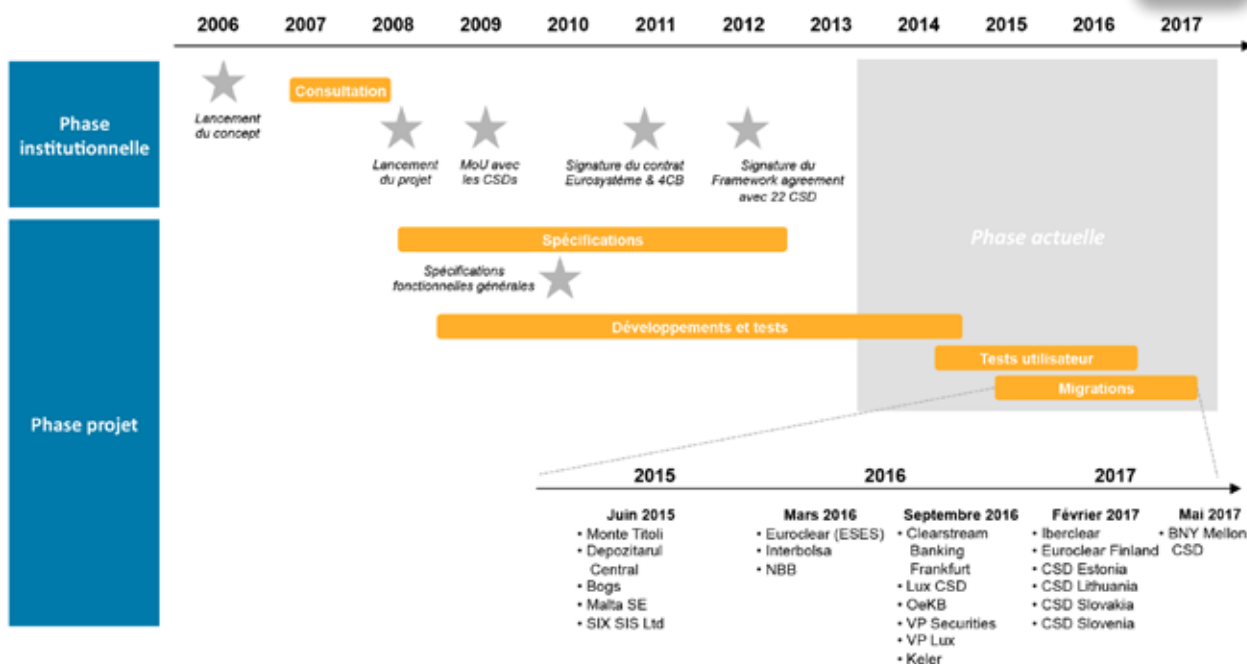
et équipes IT). Les développements sont en cours, néanmoins certains sujets tels que la réforme du marché espagnol rendent la mise en œuvre de T2S plus compliquée dans un délai restreint. Cela étant les impacts sur les services et modèles économiques chez les CSD et banques centrales sont identifiés. Le niveau de maturité général par rapport à T2S, aux initiatives d'interopérabilité, et à la réglementation CSD est bien avancé. Néanmoins d'ici une dizaine d'années, comment les acteurs se seront-ils positionnés face aux évolutions du marché ?

Au niveau des global custodians, la situation est semblable, le sujet a été très rapidement intégré, des opportunités ont été décelées, sachant que la plupart des acteurs seront participants directs. Néanmoins la gestion de programme est complexe et se heurte notamment à l'impact des autres grands pro-

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



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



Avalanche réglementaire - Intégration du post-marché européen (suite)

jets (EMIR, MIF2, UCIT). En termes d'évolution des services, les niveaux de maturité sont variables. L'interaction avec la réglementation CSD et les initiatives d'interopérabilité en cours reste à définir.

En revanche, pour les BFI et les brokers, le niveau de maturité est plus faible. En effet les choix, le plus souvent, n'ont pas été faits et les développements restent à venir et constituent un point d'alerte depuis plusieurs mois.

Les acteurs du sell-side devraient être parmi les principaux bénéficiaires de la mise en œuvre de T2S en tant que clients finaux. Cela étant, les rationalisations sur ces métiers, et les évolutions réglementaires, ont souvent empêché que soient menées les analyses nécessaires. Les initiatives d'interopérabilité pilotées par Euroclear et Clearstream datent du début des années 80, nous observons toutefois une multiplication des initiatives prises depuis 2008 (lien Euroclear Bank/Cedel international).

Afin d'harmoniser les pratiques de marché en liaison avec T2S et au-delà, 26 initiatives d'har-

monisation ont été définies. L'harmonisation Steering Group et le T2S Advisory Group s'efforcent d'apporter une réponse aux barrières Giovannini. La définition et la mise en œuvre des standards sont actuellement en bonne voie (15 standards sur 26) et des progrès notables ont été réalisés concernant les critères de matching, le calendrier de la journée de R/L, l'irrévocabilité et l'utilisation des comptes omnibus. Néanmoins, certains standards sont liés à des processus externes qui pourraient réduire les bénéfices de la mise en œuvre de T2S. En effet, certains de ces points sont soumis, d'une part, à l'adoption effective de la réglementation CSD (discussion prévue en décembre) et d'autre part, à la législation sur le droit des titres encore en gestation.

Évoquons à présent le cadre réglementaire des CSDs, proposé par la commission Européenne le 7 mars 2012, discuté dans le cadre de la Commission ECON du Parlement européen et qui apporte une contribution nécessaire à la mise en œuvre de Target 2 Securities :

- l'harmonisation des règles de traitement des

- activités de règlement/livraison à T+2,
- les règles de traitement de la tenue de compte centralisée et des services notariaux,
- l'uniformisation des modalités d'agrément et de règles prudentielles.

La Commission européenne va plus loin. En donnant la définition d'un CSD et de ses activités, elle ouvre le jeu et crée de nouvelles opportunités. Elle permet notamment à de nouveaux acteurs d'obtenir le statut de CSD et de bénéficier d'un passeport européen.

La réglementation CSD définit précisément le périmètre des activités offertes par un CSD, suivant trois modèles intégrant soit :

- Les services de règlement-livraison et la conservation,
- Les services de règlement-livraison et l'activité notariale (enregistrement initial des titres),
- Les services de règlement-livraison, la conservation et l'activité notariale.

À ces services peuvent s'ajouter d'autres services non bancaires liés au règlement/livraison, aux fonctions notariales et de conservation,

Les initiatives d'interopérabilité pilotées par les ICSD



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

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

Avalanche réglementaire - Intégration du post-marché européen (fin)

enfin à la gestion des comptes liés au R/L et à la gestion du collatéral.

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.

Après avoir traité les sujets liés à l'harmonisation du cadre réglementaire des CSDs abordons le volet juridique. Celui-ci reste à ce jour le parent pauvre de l'harmonisation, notamment en raison du report récurrent de la Security Law Legislation (SLL). Trois barrières Giovannini font encore obstacle à l'harmonisation :

- le droit de propriété,
- les modalités de netting,
- le traitement des conflits de juridictions.

La seule initiative concrète, qui remonte à 2002, a été la révision de la directive « Finalité », par son impact sur l'échange de collatéral.

Deux problèmes de fond demeurent :

- le régime différent pour les actions et les obligations d'une part,
- et la question des droits nationaux d'autre part.

Cette réforme, fondamentale mais complexe, évoque des questions : peut-on réutiliser ses actifs ? Quelles sont les règles de transfert de propriété ? En cas de conflit de juridictions, ne risque-t-on pas d'avoir plusieurs propriétaires pour un même titre ? Comment éviter l'inflation de titres ?

En synthétisant l'ensemble de ces problématiques d'harmonisation et d'interopérabilité, la question se pose des enjeux pour les intervenants du post-marché.

Le post-marché s'est développé depuis 20 ans en offrant progressivement des services spécifiques mais sa croissance en Europe a été entravée par l'insuffisance d'harmonisation. L'amélioration de l'interopérabilité et l'harmonisation des processus sont l'occasion pour :

- les acteurs du segment institutionnel de refondre leurs plateformes et leurs gammes de services et aussi de s'interroger sur l'intérêt de lancer des services de CSDs,

- les acteurs de la sous-traitance de back-office pour les BFI de mettre en œuvre rapidement un meilleur modèle économique,
- les acteurs du retail de se lancer dans un développement international grâce à l'opportunité que représente T2S,
- les infrastructures de se concentrer sur les initiatives actuelles (fluidification des échanges de collatéral), même si leur modèle économique devrait être impacté par T2S.

Globalement, quelles tendances peuvent se concrétiser ? Un investissement très important dans les projets en cours et dans le cross border. À plus long terme, il est possible que se dégage une réduction des coûts, un redressement de la rentabilité, une nouvelle consolidation du post-marché et enfin, le rapprochement des infrastructures et du Global Custody.

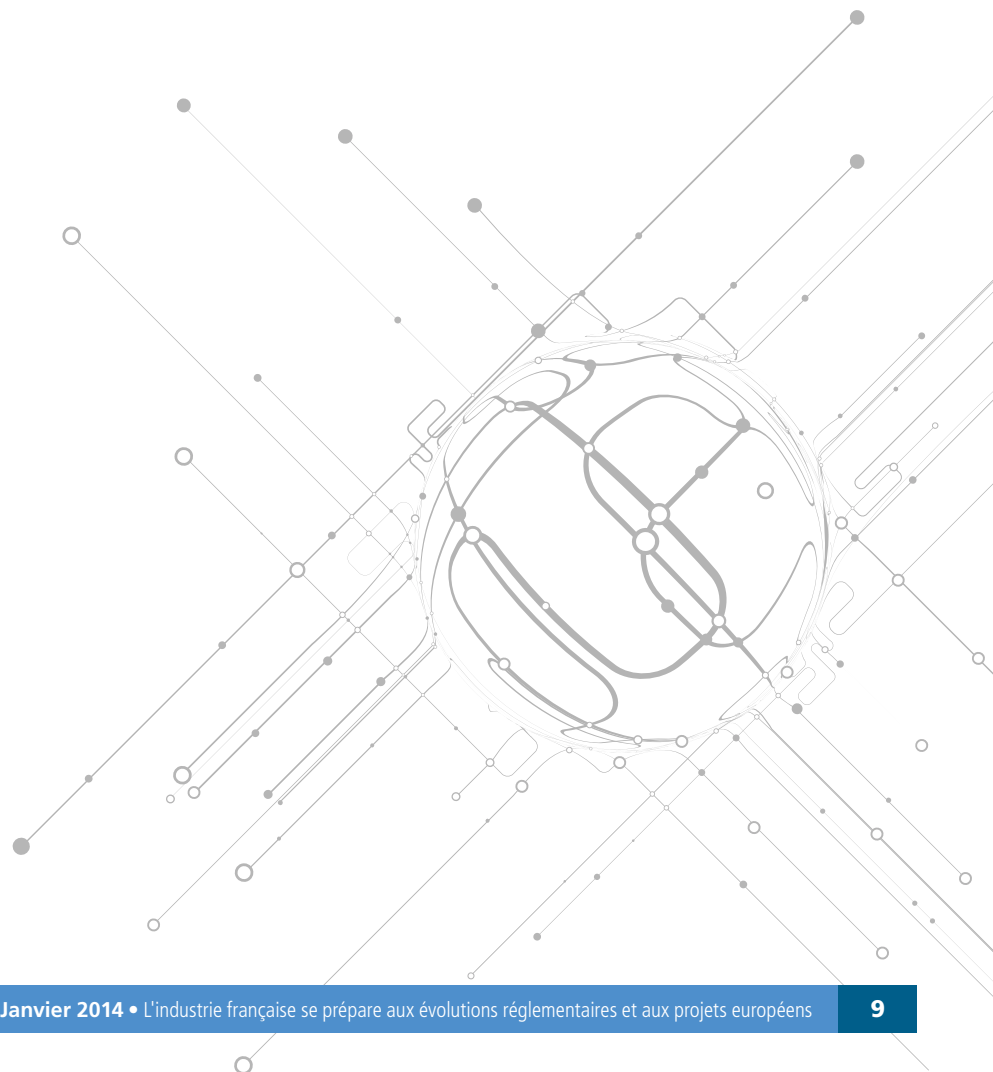
À ce stade, quelles sont les inconnues ? En termes juridiques, il est vraisemblable que

l'incertitude due à l'absence d'un droit européen des titres perdurera encore quelques années. En termes opérationnels, si la croissance dans les années à venir devrait concerner avant tout les services de gestion du collatéral nous devrions pouvoir répondre aux questions suivantes :

- quel collatéral sera échangé demain ?
- quels seront les circuits d'échange de collatéral les plus efficaces ?
- quelles seront les localisations du collatéral que choisira le marché ?

Puis, en termes de spécificités locales : le traitement des titres, notamment en matière de fiscalité, conservera à moyen terme des particularités, cela dit, il est difficile aujourd'hui de savoir lesquelles et dans quelle mesure.

Enfin, en termes de modèle opérationnel, la question de la localisation des back-offices des marchés européens se posera, compte tenu du développement inévitable de l'outsourcing. ■



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

Rappelons que le règlement à T+2 faisait partie des 15 barrières identifiées dans le rapport Giovannini dès 2001. Finalement, c'est le lancement du projet T2S et l'harmonisation des standards européens qui en ont fait une priorité. Cette recommandation d'harmonisation du cycle de règlement/livraison sera incluse dans le futur règlement CSD qui sera publié par la Commission européenne.

Face à cela, l'AFTI avait lancé en 2011 un premier groupe de travail afin d'analyser de manière macroéconomique les impacts du raccourcissement du cycle de règlement/livraison mais cette étude était axée autour des métiers des teneurs de comptes conservateurs. Ce groupe de travail a été réactivé en début d'année en y associant cette fois l'ensemble des métiers de la gestion, les émetteurs, les infrastructures de marché, la Banque de France, l'AFG, l'ANSA... Cela a conduit à la réalisation d'un cahier des charges de place (disponible depuis le mois de juin 2013) décrivant les impacts attendus du passage au règlement/livraison à deux jours :

- impacts directs liés à l'aménagement de certains calendriers de place,
- impacts indirects sur les pratiques de marché : en effet, le raccourcissement d'un jour du délai de règlement/livraison va entraîner une compression de la charge de travail du back-office de 3 jours en 2 jours, et donc une évolution des pratiques de marché.

Face à cela nous avons identifié trois types d'impacts : avant, pendant et après la bascule.

1. Avant la bascule, les principaux impacts sont liés au calendrier de place, calqué sur les cycles de règlement/livraison :

- 1^{er} impact : le calendrier SBI. Afin de dénouer les opérations à T+2, il y aura un culot le soir de T+1. Mais, fait-on un accord ou refus par culot à T+1 ? Aujourd'hui, les positions divergent entre les teneurs de comptes conservateurs et les brokers. Ces derniers

préconisent plutôt un accord par culot systématique.

- 2^e impact : l'aménagement du calendrier SRD qui sera calqué sur le futur cycle de règlement/livraison.
- 3^e impact : le délai de présentation des bordereaux de références nominatives (BRN). En France, le transfert de propriété est lié à l'acceptation du BRN par l'émetteur. Les délais de présentation du BRN ont été calqués sur les cycles de règlement/livraison pour permettre à l'émetteur d'avoir un registre à jour lors du dénouement (actuellement en T+3). Avec T+2, l'envoi des BRN à Euroclear se fera jusqu'à T+2 en milieu de journée (le timing précis n'est pas encore défini) afin de réaliser le dénouement et une prise en compte des BRN dans le registre de l'émetteur à T+2 au soir.

D'autres types d'impacts concernent les OPCVM :

Le règlement CSD intègre les opérations se dénouant dans un CSD à partir du moment où ces opérations sont traitées sur un marché réglementé ou une plateforme d'échange, tel qu'un :

- MTF (Multilateral Trading Facility),
- OTF (Organised Trading Facility) lorsque MIFII entrera en vigueur,
- deal OTC sauf si les deux parties en décident autrement.

En pratique les opérations OTC ne sont pas incluses systématiquement dans le futur règlement CSD. Ceci imposera une certaine vigilance des fonds puisque le choix de la date de règlement/livraison du passif des fonds est géré par la société de gestion (T+2 ne sera donc pas obligatoire pour le passif) tandis que le sous-jacent financier va être traité sur des marchés réglementés et calqué sur le futur cycle de règlement/livraison à T+2. Par conséquent, il risque d'y avoir un certain degré de désynchronisation entre l'actif et le passif. Il faudra donc que les gérants de fonds évaluent ce degré de désynchronisation et prennent les

mesures nécessaires en fonction du fonds et du type de clientèle. Ce point de vigilance est en cours de traitement.

Un autre impact concerne la détermination de la Record Date afin de voter lors des Assemblées Générales. Ceci n'est pas un problème actuel en Europe sauf en Allemagne où il n'y a pas de Record Date. De manière générale la Record Date Assemblée Générale en France est basée sur les positions traitées 3 jours avant le règlement/livraison. Nous aurions pu nous contenter d'une démarche minimaliste en définissant la Record Date Assemblée Générale en nous basant sur des positions traitées deux jours avant le règlement/livraison.

Or, nous nous apercevons qu'à l'heure actuelle, dans les instances européennes, notre prise de photo sur la base des positions traitées n'est pas conforme aux futurs standards émetteurs qui préconisent une prise de photo sur la base des positions dénouées. En accord avec les régulateurs nous avons décidé de synthétiser ces deux besoins afin que la prise de photo se fasse sur la base des positions dénouées deux jours avant l'assemblée générale.

Impacts juridiques et réglementaires : le règlement CSD n'a pas encore été publié et ceci a son importance. En effet les textes français stipulent que nous pouvons adopter le passage à T+2 dès lors qu'il s'agit d'une harmonisation européenne, par conséquent dès publication du règlement CSD. Cette date étant aléatoire, nous avons anticipé le fait que le règlement CSD ne sera pas publié à temps et nous avons identifié deux volets à traiter : juridique et fiscal. Ces volets ont été considérés en lien étroit avec l'Observatoire Juridique de l'AFTI, l'Observatoire de la Fiscalité, les régulateurs (l'AMF et la Direction Générale du Trésor) afin de revoir l'ensemble des textes nécessitant une modification. Voici quelques exemples de textes qui seront à revoir :

- le Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers,

T+2: où en est la Place de Paris? (fin)

- le Code de Commerce,
- les Instructions fiscales:
 - Plus-values et revenus
 - ISF
 - Taxe sur les acquisitions de titres de capital ou assimilés (TAT).

Ces modifications seront d'ordre réglementaire et non législatif. Cela ne nécessitera pas de modifier la loi, exercice toujours très contraignant, chronophage et aléatoire. Néanmoins le calendrier est restreint compte tenu d'un certain formalisme à respecter. Ainsi, nous avons démarré les travaux avec l'AMF, la Direction Générale du Trésor et nous établissons des propositions de rédaction afin d'être prêts le jour où nous basculerons à T+2.

2. Pendant la bascule

Il fallait déterminer la date de la bascule. Compte tenu du règlement CSD, qui imposera la date du 1^{er} janvier 2015 comme date butoir, nous avons choisi d'éviter toute concurrence avec d'autres projets. Nous souhaitons d'abord assimiler le passage à T+2 avant de nous lancer dans des tests plus lourds pour T2S. Nous éviterons aussi les pics cycliques d'activité et nous mutualiserons les tâches telles que les tests et la migration de T+2 avec les standards.

Nous avons ainsi choisi les dates du 4 et 5 octobre 2014 (durant un week-end).

Quels seront les impacts au moment de la bascule?

Notons déjà que le mercredi 8 octobre 2014, la journée sera double en termes de dénouement, ce qui devra entraîner une vigilance spécifique des trésoriers.

À noter que les opérations négociées le lundi 6 octobre (premier jour de négociation en T+2) auront le même coupon couru que celles négociées le vendredi 3 octobre puisque toutes se dénoueront le même jour, c'est-à-dire le mercredi 8 octobre. Cela est important pour les valorisateurs de fonds qui tiennent compte du calcul du coupon afin de mesurer la performance d'un fonds. Par conséquent, la performance du fonds du lundi 6 octobre sera calculée sans incrémenter le coupon du vendredi. Concernant les OST sur flux, il n'y aura pas d'ex-date le jour du démarrage à T+2 pour les

Bascule
Contraintes identifiées dans le choix de la date

Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

| Contraintes identifiées | Préconisation |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Basculer avant les vagues T2S • Éviter les périodes d'OST (février à juin) • Éviter le freeze de fin année (mi-décembre à mi-janvier) | Fin d'année 2014 Octobre 2014 4 et 5 Octobre 2014 |
| <ul style="list-style-type: none"> • Mutualiser les phases de tests avec celles du stream 5 du projet H2D/HDR | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Éviter les dates anniversaires d'émissions d'OAT (15 et 25 octobre) • Éviter le troisième vendredi du mois (en fonction des dérivés) • Basculer préférentiellement en première quinzaine de mois (OST) • Éviter de basculer le dernier jour calendaire du mois (comptabilité) | |

• Le vendredi 3 octobre 2014 sera le dernier jour des négociations à T+3
 • Le lundi 6 octobre 2014 sera le premier jour des négociations à T+2
 • Le mercredi 8 octobre 2014 sera le premier jour de dénouement à T+2 ainsi que le dernier jour de dénouement à T+3

mêmes raisons que celles évoquées ci-dessus. Pour les OST avec distribution de titres, un fort travail de sensibilisation a été mené et nous le poursuivons auprès des émetteurs pour éviter ce genre d'OST pendant la période de bascule à T+2. Si cela devait néanmoins arriver, nous prévoyons une solution pour pouvoir traiter les OST avec distribution de titres en T+2 pendant la période de démarrage.

3. Post-bascule

Après la bascule, les changements à prévoir sont plutôt comportementaux que techniques. Les charges attachées aux back-offices sont les mêmes: rapprochements avec les contreparties, contrôles des positions titres et cash, reportings aux régulateurs locaux... mais avec 1 jour de traitement de moins.

L'idée est de:

- favoriser les échanges électroniques: en amont pour ce qui concerne les échanges entre les gérants et brokers pour les allocations, ou en aval en envoyant le plus rapidement possible les instructions au dépositaire afin d'éviter notamment les problèmes de décalage horaire,
- promouvoir l'Early Matching, c'est-à-dire pouvoir matcher les instructions le plus rapidement possible dans le système de règlement/livraison afin de donner une reconnaissance certaine aux transactions.

Le T+2 va raccourcir le cycle de règlement/livraison. En France le taux de suspens est actuellement inférieur à 0,5 %. Ainsi même en cas de dégradation temporaire, celui-ci resterait inférieur au seuil jugé critique par la Commission européenne.

Néanmoins, nous suggérons que la future discipline européenne ne s'applique qu'après assimilation du passage à T+2 et la migration à T2S.

Quelles seront les prochaines étapes? Jusqu'à décembre 2013 nous continuerons à rafraîchir le cahier des charges notamment le SBI. Au cours du 1^{er} semestre de l'année 2014, nous entrerons dans la définition de la phase de recette. Enfin au cours de l'été 2014, deux cycles de tests seront prévus.

Trois messages sont à retenir:

- la place française est dans les temps afin d'être en phase avec les dates du 4 et 5 octobre 2014,
- il ne faut pas perdre le momentum par rapport aux sujets réglementaires et fiscaux,
- suite à l'élaboration du cahier des charges, la place française a initié le mouvement en actant les dates du 4 et 5 octobre 2014 puis les marchés ESES, portugais, finlandais, norvégiens, la zone Euronext, le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Italie ont décidé de basculer à la même date. ■

Table ronde sur 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 ?

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

Christophe Hémon,
Directeur Général de LCH.Clearnet SA

Arnaud Misset,
Directeur-Adjoint Groupe,
Département « Produits et solutions »
de CACEIS

Éric de Nexon,
Directeur des Relations de Place
du Métier Titres de Société Générale
Securities Services

Dan Toledano,
Responsable produits – ESES,
T2S & collateral management services,
Euroclear France

Quel niveau de préparation des acteurs sur la sécurisation des marchés OTC ?

Alain Pochet

Cette table ronde sera organisée en deux temps. Dans une première partie nous ferons un tour d'horizon du niveau de préparation des acteurs sur la sécurisation des marchés OTC. La deuxième partie abordera principalement les implications de la mise en place de T2S et du Règlement CSD dans un contexte d'interopérabilité croissante.

Les dernières réglementations mises en place ont pour but de défragmenter et sécuriser les marchés et de faire en sorte que les potentielles crises à venir soient plus faciles à gérer. Malgré cela, on estime que 40 % des produits ne seront certainement jamais compensés.

Christophe Hémon, quels sont pragmatiquement les types de produits que nous pourrions voir compenser ces prochains mois ou années en Europe ?

Christophe Hémon

Nous estimons qu'il sera difficile d'attirer de nouveaux produits sur les dérivés Equity soit parce que l'encours est trop faible comparé aux produits compensés sur les swaps et sur les CDs soit parce que certains produits sont déjà sécurisés. Sur le Forex, même si la compensation est prête à démarrer à Londres, les volumes sont encore trop faibles. Il est donc difficile d'attirer de nouveaux produits dans ce domaine-là, sachant que sur les produits OTC l'enjeu consiste à attirer et à fidéliser les banques qui appartiennent au groupe OTC. Aujourd'hui en matière de produits OTC, nous essayons de diversifier la palette, de nous concentrer sur la compensation des produits CDS en Europe et de passer aux CDX sur les marchés américains l'année prochaine et enfin de développer le modèle SwapClear dans le monde. Aujourd'hui nous étendons donc principalement l'offre déjà existante et nous ne menons pas réellement de travaux sur de nouveaux produits OTC car les produits actuels sont déjà très consommateurs de ressources et de budgets notamment suite aux évolutions réglementaires (DFA, EMIR...) qui nécessitent la mise en place d'automatismes et de mécanismes de défaut assez lourds.

Alain Pochet: Le nouveau monde est donc un mix du monde OTC et d'un monde totalement clearé. Arnaud Misset comment aider alors nos clients finaux à gérer harmonieusement cette dualité ?

Arnaud Misset

La principale question pour nos clients est de savoir comment gérer de manière homogène les deux canaux du collatéral, ce qui restera pour le bilatéral et ce qui va être clearé :

- Du point de vue des acteurs de la gestion, on se rend compte qu'EMIR a fait émerger une convergence entre les acteurs de petite et grande taille à poster du collatéral quo-

tidienement et à entrer dans une logique d'échange de collatéral et donc de bonne pratique.

- Si on se place d'un point de vue des produits clearés (les IRS et les CDS) nous entrons dans une nouvelle chaîne d'acteurs : les CCPs, les clearings brokers, les utilisateurs d'OTC clearés et derrière, leur custodians. Et si la situation semblait plus claire de prime abord, les différences d'interprétation du Q&A de l'ESMA amènent la question suivante : où mon collatéral va-t-il aller ? Chez les custodians, les CCPs ?

Dans le Q&A de l'ESMA et en application de l'article 47.3 d'EMIR, il est clairement stipulé que le collatéral doit être porté auprès d'un SSS donc d'un CSD. Dès lors, du côté custodian on s'interroge sur la légitimité du CSD à être plus sécuritaire que le custodian lui-même. Parallèlement, le comité de Bâle avance l'hypothèse inverse et estime que le custodian serait certainement l'acteur le plus fiable pour la conservation du collatéral. Finalement on s'aperçoit que ce qui reste en bilatéral est assez normé alors que ce qui va être clearé apporte son lot d'incertitudes.

Alain Pochet: La réglementation a pour but de déplacer tout ce qui est porteur de risque chez les CCP. Christophe Hémon, qu'est-ce que cela veut dire en termes d'aménagement et d'investissement pour les CCPs et comment les chambres comptent-elles sécuriser ce risque ?

Christophe Hémon

Beaucoup d'acteurs souhaitent avoir plus d'informations sur la robustesse des chambres et sur leur capacité à absorber des chocs. LCH.Clearnet est suivi mensuellement par une dizaine de régulateurs en Europe notamment dans le cadre des Steering Committees au sein desquels les régulateurs nous demandent de dérouler des points juridiques, de gestion des

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 ? (suite)

risques, d'IT. En parallèle, EMIR et le DFA nous demandent de fournir un nombre important de fichiers expliquant comment nous sommes sécurisés et comment nous fonctionnons. Nous participons également à des stress tests avec les régulateurs, à des plans de secours dans le cas de simulation de cyber attaque, ainsi qu'à des exercices de place. Tous ces sujets sont traités de manière permanente. EMIR devrait finalement mettre en exergue les chambres les plus solides.

Alain Pochet: Éric de Nexon, vous qui représentez un établissement qui utilise beaucoup les chambres de compensation, quel est votre point de vue sur le sujet ?

Éric de Nexon

Un point me semble important, aujourd'hui, la réglementation vise à faire disparaître tout ou partie des dérivés OTC (que ce soit par le clearing ou sur un marché réglementé) mais on vise également à concentrer un maillage bilatéral vers les chambres qui deviennent les nouveaux « Too big to fail » et comme certains le disent « Too complex to fail ». De plus, ce travail est mené en parallèle avec une standardisation des pratiques et notamment des règles qui s'appliquent au collatéral accepté par les chambres et qui sera concentré et standardisé entre les mains de quelques CCPs. En cas de crise, il est peu probable que tout le monde soit en mesure de liquider dans de bonnes conditions.

L'harmonisation dans les règles a pour but de tirer le fonctionnement vers le haut. A priori aujourd'hui, les chambres ont toutes les ressources pour gérer la défaillance du Clearing Member. Mais que se passe-t-il si la CCP elle-même fait défaut ? Il faudrait peut-être prévoir les mêmes renforcements tels que les « Waterfalls » prévues pour les Clearing Members. Le sujet est abordé dans Resolution & Recovery mais les avis divergent entre le FSB, IOSCO, la Commission européenne qui vient notamment de produire un document quasi similaire au document IOSCO mais qui est en désaccord avec ses propres règles éditées dans le cadre d'EMIR. Ces sujets sont loin d'aboutir et sont pourtant existentiels.

Ceci amène également la question de l'engagement et de la responsabilité des Clearing Members vis-à-vis de la CCP. Bien entendu,

une CCP ne devrait pas disparaître du fait de sa nature systémique mais un Clearing Member ne devrait pas adhérer à une chambre sans connaître la limite des risques qu'il prend sur cette contrepartie.

Christophe Hémon

Pour des produits OTC, nous réunissons un pool de banques qui changent régulièrement pour gérer les défauts. Mais la chambre de compensation n'est pas responsable de l'état du marché. Le défaut ne peut être géré par la chambre seule et la mutualisation du défaut mise en place chez LCH.Clearnet permet de mieux le gérer. De plus, les chambres ne sont pas toutes égales : certaines ont le statut bancaire et sont alors réglementées (dont LCH.Clearnet) et supervisées directement par la BCE et auront alors accès, en cas de défaut, directement à la monnaie banque centrale.

Alain Pochet: Arnaud Misset, comment sont préparés les clients finaux ayant accès à ces infrastructures (brokers, clients de gestions etc.) et quels sont les niveaux de maturité des utilisateurs ?

Arnaud Misset

Il y a deux niveaux de maturité : le niveau de maturité des utilisateurs d'OTC et le niveau de ceux qui interviennent dans la chaîne. Si on se place du côté CCP, clearing broker, la question suivante se pose : un très petit nombre de clearing brokers se proposent de faire du clearing externe et on se retrouve avec de nombreux petits acteurs ayant très peu de solutions : ces acteurs vont soit sortir du monde des OTC en passant par la futurisation des OTC, soit chercher un clearing broker. Or beaucoup de sociétés de gestion même de taille moyenne se trouvent dans l'incapacité de trouver un clearing Broker du fait de leur taille et du nombre croissant de demandes. De là, EMIR prévoit des palliatifs tel que l'indirect clearing mais dont le modèle ne fonctionne que sur le papier pour le moment car personne n'a d'idée sur comment cela pourrait marcher. Bien sûr, nous travaillons avec les chambres sur ces sujets mais le délai de septembre 2014 en fait une problématique majeure.

De plus, EMIR impose une déclaration de tous ses trades avec backloading. Mais alors, comment fait-on pour déclarer des trades

contractés avec une contrepartie qui a par exemple, fusionné depuis ? La réglementation ne prévoit pas de donner des LEI aux entités pré fusion. Les utilisateurs semblent être passés d'une position de déni face à EMIR à « nécessité fait loi » et se préoccupent uniquement des déclarations aux TRs à l'heure actuelle. Plus les acteurs sont petits, plus l'approche est morcelée en matière de deadline à venir. La maturité n'est toujours pas atteinte partout à quelques mois de l'entrée en vigueur des dispositions sur les TRs.

Quelle industrie dans un monde post-T2S, CSDR où l'interopérabilité s'accroît ?

Alain Pochet: Christophe Hémon l'intérêt et l'efficacité de l'interopérabilité ne semblent-ils pas décroître jour après jour ?

Christophe Hémon

LCH.Clearnet Ltd est une des seules chambres à Londres à avoir des liens d'interopérabilité. Dans le cadre d'EMIR, c'est un sujet suivi de très près par les régulateurs. Sur des produits un peu complexes l'interopérabilité n'est pas évidente, même si certains portefeuilles de trading se penchent sur le sujet pour capter de nouvelles parts de marché. L'idée peut sembler intéressante mais devient plus complexe dans le cadre de la gestion des risques et des défauts. Aujourd'hui, à travers les évolutions et les changements réglementaires, on constate un mouvement inverse, en tout cas sur le marché anglais, revenant vers les chambres traditionnelles, car les participants s'inquiètent de l'existence de ces liens sur la gestion de leur risque en cas de crise. Donc je ne pense pas que l'interopérabilité s'accroisse réellement.

Alain Pochet: Et en matière de préparation des différents acteurs face à T2S ?

Dan Toledano

Pour Euroclear, le lancement de T2S est très avancé et certaines parties sont déjà développées et testées en interne. La mise en place de la gouvernance du projet s'est notamment déclinée par la création au niveau national d'instances de suivi du projet commun entre les banques nationales et le CSD ESES, d'une instance de consultation, ainsi que d'un comité

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 ? (fin)

qui va suivre l'implémentation et la migration de T2S chez les clients. À partir du premier trimestre 2014, nous allons commencer à diffuser la communication professionnelle incluant notamment un dictionnaire des données.

Nous participons à des groupes de travail T2S avec les autres CSDs, et tous les CSDs semblent se préparer de façon très professionnelle sur le sujet. Nous sommes de toute manière condamnés à réussir.

Éric de Nexon

Du côté utilisateurs nous sommes assez satisfaits et rassurés de l'avancement du projet. Toutefois, l'état d'avancement des CSDs n'est fait que sur base déclarative et donc peu vérifiable dans les faits. Par ailleurs, la migration ne concerne pas seulement les CSDs, elle concerne aussi le marché sur lequel nous n'avons pas de vision quant à la préparation de ses acteurs et leur degré de migration. Nous ne possédons pas non plus beaucoup d'éléments sur les offres qui vont être faites par les CSDs afin de s'adapter à T2S. Lorsque nous appréhenderons ce niveau de préparation, j'espère que nous pourrons mettre en exergue, grâce aux tests, les décalages entre ce qui est affiché et la capacité réelle d'un marché à rejoindre T2S. Un autre point d'incertitude subsiste également : en termes de préparation, certains CSDs seront prêts à rejoindre T2S pour le traitement de leurs opérations domestiques, pour autant, s'ils n'ont pas harmonisé un certain nombre de leurs traitements avec les autres CSDs, ils pourraient remettre en cause le fonctionnement de T2S.

Alain Pochet : Aujourd'hui, nous sommes dans des mondes ségrégués par marché ou par groupe de marchés ; au démarrage de T2S, nous serons tous dans un environnement unique de règlement/livraison, comment ne pas dégrader nos taux de dénouement ?

Dan Toledano

Aujourd'hui l'efficacité de dénouement de nos marchés sur ESES est extrêmement élevée et s'appuie sur l'efficacité d'un système qui sait dénouer beaucoup d'opérations et sur une market discipline basée sur les textes réglementaires du CSD et de la CCP ainsi que sur un système de pénalités qui n'existe que sur

Euroclear France (principe de pénalité flat). Le Règlement CSD considère que la Settlement Discipline est un cheval de bataille et que par défaut tout suspens est suspect. Il prévoit donc des systèmes de pénalités tels que le buy-in qui devrait être harmonisé et s'appliquer potentiellement à tous les CSDs. Cependant, aujourd'hui, il n'y a toujours pas d'accord sur l'approche à appliquer :

- Le texte du Parlement préconise une approche High Level qui serait ensuite déclinée par les standards de niveau 2 de l'ESMA.
- L'approche du Conseil, extrêmement prescriptive, voudrait quasiment donner la procédure dans le Règlement.

Deuxième écueil : l'implémentation du Règlement : théoriquement, le texte devrait être publié en début d'année prochaine et promulgué 9 mois plus tard, le temps pour l'ESMA de rédiger ses standards techniques soit en fin d'année 2014. La nouvelle Settlement Discipline (SD) devrait alors être mise en place début 2015, ce qui semble incompatible avec la mise en place de T2S. À cet effet, les associations professionnelles ont rédigé une lettre conjointe afin de demander un report de l'implémentation de cette Settlement Discipline après la mise en place de T2S afin de pouvoir apprécier le passage à T+2 et à T2S et ainsi de monitorer et d'adapter la SD si besoin.

Enfin, il subsiste encore des discussions autour du buy-in : la loi prévoit un buy-in en cas de fail mais on ne sait toujours pas qui l'exécutera si ce n'est pas le CSD. Le texte du Parlement préconise un Buy-in sollicité par la partie acheteuse alors que le texte du Conseil estime qu'il devrait y avoir un buy-in systématique après un fail, position que semble partager l'AMF.

Alain Pochet : Éric de Nexon, pour conclure cette table ronde, quelques commentaires sur l'harmonisation des principes de buy-in en Europe.

Éric de Nexon

Les utilisateurs sont plutôt d'accord avec le principe du buy-in mais évitons les buy-in inutiles : aujourd'hui, nous avons des chaînes de règlement/livraison ayant l'intelligence de pénaliser au niveau du CSD celui qui est à l'origine de la chaîne de fail. C'est ensuite à la

CCP d'initier son rachat et on va ré-imputer ou annuler les transactions liées si besoin. Si nous allons dans le sens de ce qui est proposé aujourd'hui où on mélange l'OTC de règlement/livraison suite à une opération de marché et un OTC réel, nous aurons 3 rachats dans le cadre d'une opération traitée sur le marché qui s'appliquent à des règles différentes. Laissons donc à l'initiative de l'acheteur le déblocage de sa position et seulement une fois dans l'impasse, nous pourrions initier le rachat. Il serait également souhaitable d'avoir une seule structure de rachat dans le cadre d'un contexte et des règles qui s'appliquent à tout le monde. Au sujet du buy-in, nous allons à la catastrophe si les textes restent en l'état. ■

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 : Aurexia
Réalisation : Café Noir

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

ISSN en cours