

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN,
Président AFTI

1

Introduction

Alain POCHE,
Head of Clearing, Custody
& Corporate Trust Services,
BNP Paribas Securities Services
et Vice-Président, AFTI

2

Actualité des infrastructures de marché et positionnement stratégique des différents acteurs

Jean de CASTRIES,
Directeur Général,
Equinox-Cognizant

3

Actualité de la transformation des marchés dérivés OTC

Jean-Baptiste COIFFET,
Associé, Equinox-Cognizant

7

Le nouveau positionnement d'Euronext

Eric FOREST,
Président Directeur Général,
EnterNext

11

EnterNext, nouveaux services pour les corporates et les investisseurs

Eric FOREST,
Président Directeur Général,
EnterNext, en remplacement
d'Anthony ATTIA,
Président Général, Euronext

13

Quelles perspectives pour LCH.Clearnet ?

Christophe HÉMON,
Directeur Général, LCH.Clearnet
S.A. et Membre du Conseil
d'Administration, AFTI

15

Quelles perspectives pour Euroclear ?

Brigitte DAURELLE,
Secrétaire Générale,
Euroclear France

18

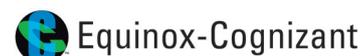
Axes projet du Comité pour la Place Financière de Paris 2020

Alain PITHON,
Secrétaire Général, Paris Europlace

21

Place de Paris et infrastructures de marchés : une nouvelle donne ?

En partenariat avec



Éditorial

Les infrastructures de marchés incarnent un cycle vertueux de trading, de clearing et de settlement dont procède une large part des travaux du post-marché. Structures techniques complexes supervisées par un nombre impressionnant de régulateurs en raison de leur caractère stratégique et de leurs activités transfrontières, elles s'inscrivent dans une logique industrielle. Portées par le passage à la monnaie unique elles constituent l'infrastructure financière indispensable au bon fonctionnement de toute place.

Leurs évolutions depuis la fin des années 90, les ont éloignées de leurs utilisateurs historiques. Elles ont parallèlement été conduites à mettre en œuvre une succession d'innovations techniques et technologiques très sophistiquées.

La crise financière a entraîné une réaction systématique des régulateurs de telle sorte que l'infrastructure financière a connu elle aussi un déferlement réglementaire.

EMIR et CSDR sont deux des principaux textes dont la mise en œuvre ne manquera pas d'exercer des changements plus ou moins radicaux dans leurs organisations. Les directives et règlements ne sont pas les seuls acteurs du changement, le marché poursuit sa marche en avant, rappelant le poids de la dimension concurrentielle entre les infrastructures nouvelles et la résistance des opérateurs historiques face à l'arrivée de nouveaux acteurs. Pour sa part, Target 2 Securities va reconfigurer dès l'année prochaine les méthodes de Règlement livraison des titres en Europe.

L'ouverture par les pouvoirs publics du chantier Paris 2020 traduit l'ambition d'optimiser le financement de l'économie et l'orientation de l'épargne nationale (qui est abondante mais très faiblement placée directement en actions). Il s'agit aussi d'accroître la compétitivité de Paris comme place financière internationale.

Le concept géographique attaché historiquement aux places financières a tendance à s'effacer au profit de leur dimension fonctionnelle. En outre l'existence d'une monnaie partagée par plusieurs pays, la globalisation liée aux échanges et la perspective de cet espace financier européen relativisent la notion de place financière nationale.

Euronext, LCH.Clearnet SA et Euroclear France sont l'un des atouts de la place de Paris, c'est dire que leur avenir nous intéresse. ■

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

Introduction

Alain Pochet

Head of Clearing, Custody & Corporate Trust Services,

BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

et Vice-Président,

AFTI

Ces 5 dernières années ont été pour beaucoup consacrées à la gestion de l'avalanche réglementaire chère à Marcel. La bonne nouvelle est que nous pouvons considérer qu'elle commence à s'atténuer et qu'elle a rendu le marché plus sûr et plus transparent, ce qui est bon pour les utilisateurs de marché (institutionnels ou privés). Aujourd'hui, il est temps de nous focaliser à nouveau sur le développement et l'innovation.

Ces dernières années ont aussi été marquées par de nombreuses opérations capitalistiques dans le domaine des marchés (trading, compensation, règlement-livraison...). Le ton avait été donné il y a quelques années avec le rapprochement de Deutsche Börse/Eurex/Clearstream, puis LSE Borsa Italiana et LCH.Clearnet. Je ne suis pas de ceux qui considéraient que l'avalanche réglementaire était inutile (MIF/Emir/Dodd-Frank), le monde financier ayant donné une mauvaise impression au monde non-financier entre 2000 et 2008. Il était important de faire des travaux de sécurisation des marchés pour que les investisseurs finaux qui ne sont pas toujours des institutionnels aient à nouveau une bonne image du monde de la finance. Beaucoup d'efforts et d'investissement ont été réalisés par les entreprises de marché sur les grandes valeurs (Blue Chips). C'est important, cela crée du volume mais ce n'est pas la seule composante de l'économie. Le financement des nouvelles entreprises qui vont créer du PIB et de l'emploi est aussi prioritaire.

Un événement important de ces derniers mois a été le changement d'actionnariat d'Euronext, qui est avant tout une entreprise européenne : c'est même la seule bourse

multipays de l'Eurozone. L'actionnariat est un point majeur et est aujourd'hui représentatif de toute la zone (belge, hollandais, portugais, français).

Les entreprises de marché ne servent pas seulement les activités de marché. MIF1 avait introduit beaucoup de compétition entre plateformes et marchés mais avec MIF2 on se rend compte à quel point avoir un marché installé sur son sol national est majeur.

C'est un atout majeur pour les acteurs de la gestion privée, du retail ou de l'asset management. Même si les actifs sont investis à l'international, cela paraît difficile de garder un intérêt à 10-15 ans pour une place sur laquelle la cotation des actifs aurait disparu.

Compte tenu de ces événements, l'accent est mis aujourd'hui sur Euronext.

Je suis souvent surpris par les critères d'appréciation des entreprises de marché européennes, l'importance de l'activité n'étant pas liée à la valorisation de l'entreprise. L'activité Equities d'Euronext (c'est-à-dire la capitalisation de tous les titres qui sont dans la structure d'Euronext) représente 1,8 fois celle de Deutsche Börse, 2,3 fois la Suisse et 3 fois l'Espagne. Euronext est donc de loin la plus grosse bourse action de l'Eurozone.

Le LSE + Borsa italiana représentent 117 % d'Euronext, on observe donc un positionnement de leader pour Euronext qui est le 6^e Stock Exchange en capitalisation mondiale (vs 5^e rang pour le LSE avec 7 % de la capitalisation mondiale). LCH.Clearnet a été la première structure à compenser les valeurs de 4 pays

et Euroclear est le premier CSD à avoir livré un système central (ESES) couvrant 3 des 4 marchés d'Euronext.

Mais il reste beaucoup de vecteurs de croissance : les Mid-caps et nouvelles valeurs, le rétablissement de la part de marché nationale d'Euronext en produits dérivés et le développement d'un marché historiquement important pour Euronext et LCH.Clearnet, les commodities. Il faut faire de la croissance ciblée, élargir davantage d'émetteurs et développer plus de dérivés qu'aujourd'hui.

Aujourd'hui, l'actionnariat d'Euronext est stable et motivé. C'est un point très important pour repartir de l'avant et prendre des parts de marché.

Il est inutile de posséder les meilleures plateformes de négociation sans une bonne chambre de compensation et de bons CSD avec. L'un de nos principaux atouts est LCH.Clearnet qui est une infrastructure importante en Europe. C'est en effet la première chambre de compensation multipays qui, en moins de 18 mois, a accueilli les 4 marchés de la zone Euronext dans un système de compensation unique permettant en outre de disposer d'un dépôt de garantie.

Le dernier étage de la fusée concerne le dénouement des transactions et la gestion de la vie des titres, c'est-à-dire l'activité de CSD dont Euroclear nous parlera dans quelques minutes. ■

Actualité des infrastructures de marché et positionnement stratégique des différents acteurs

Jean de Castries

Directeur Général,

EQUINOX-COGNIZANT

Bonjour à tous, merci au Président Roncin et à Alain Pochet de donner à Equinox-Cognizant la possibilité depuis plusieurs années de faire un panorama des infrastructures de marché et de leurs évolutions. Aujourd'hui nous nous concentrerons sur la partie exchange, nous analyserons les différentes opérations qui ont eu lieu, le positionnement des différents acteurs et l'évolution des marchés actions/dérivé listés. Nous ferons un zoom sur les ETF à la suite de quoi Jean-Baptiste COIFFET donnera un aperçu sur les marchés OTC, les évolutions et le clearing de ces marchés.

Le panorama des infrastructures de marché change tellement vite depuis deux ans qu'il nous a semblé intéressant d'en rappeler les principales opérations et initiatives :

• L'IPO d'Euronext

L'IPO a été conclu le 20 juin 2014, le titre a été introduit à 20€, ce qui valorise la société à environ € 1,4 milliard.

Nous verrons plus tard dans la présentation quelles ont été les priorités depuis son IPO, et quelles perspectives s'ouvrent aujourd'hui pour Euronext.

Plusieurs rachats ou fusions importants ont eu lieu lors des 12 derniers mois, impliquant notamment ICE et le London Stock Exchange.

Pour ne citer que les principales opérations :

- Le rachat du SMX, Bourse de commodity futures de Singapour par ICE en Q4 2013 pour \$150 M, deux ans après avoir raté le rachat du LME (London Metal Exchange, racheté par la bourse de Hong-Kong), ICE se rattrape en rachetant le SME qui lui permet de mettre un pied sur le marché en forte croissance des dérivés listés de matières premières en Asie avec une offre de trading et de clearing.
- Pour mémoire, le rachat du groupe NYSE Euronext par ICE s'est conclu le 13 novembre 2013 pour un prix de \$11 milliards. La capitalisation combinée des deux groupes s'élève à \$ 23 milliards, ICE a fait

savoir rapidement sa volonté de ne pas conserver les marchés cash européens.

- Autre opération importante, la Fusion EuroCCP – EMCF (janvier 2014) qui forme un acteur de clearing incontournable en Europe sur le cash.

Ses principaux actionnaires sont : BATS Chi-X Europe, ABN AMRO Clearing Bank, NASDAQ OMX et DTCC avec chacun 25 %.

- Le rachat de Bonds.com par le LSE (Q2 2014)

- C'est une plateforme de trading pour les obligations d'entreprises américaines et la dette des pays émergents; cette acquisition permet au LSE de se renforcer sur le segment des bonds où il est déjà très présent avec : MTS, plateforme de négociation de dettes d'états européennes, MOT, pour les obligations italiennes, the Orb, une plateforme de distribution d'obligations retail basée au Royaume-Uni et EuroTLX, une plateforme de négociation d'obligations retail.

- Globalement, on peut voir dans ces opérations l'impact des règles Bâle III qui poussent les brokers-dealers à alléger leurs positions sur bonds et à négocier sur des plateformes organisées.

- Le Rachat de SuperDerivatives par ICE (Q4 2014).

Ce Provider de données de marchés et d'outils de valorisation pour les produits dérivés aux États-Unis est acheté pour \$ 350M.

- Le Rachat de HCH (Holland Clearing House) par ICE (Q4 2014)

Cette opération permet à ICE de disposer de sa première CCP en Europe continentale. HCH est la CCP de TOM, une MTF basée à Amsterdam qui a acquis une part de marché importante sur les dérivés listés (options sur actions ~30 %). Le deal peut être vu comme un moyen pour ICE de développer TOM face à la position dominante d'Euronext.

- Le Rachat de Russell Investments par le LSE (Q4 2014)

Cette transaction à £1,6 milliard permet au LSE de s'internationaliser : après le deal, les États-Unis représentent 33 %

de ses revenus, la zone EMEA 30 %, le Royaume-Uni ne pesant plus que 28 %.

En termes de *partenariats et de rapprochements*, les principales opérations sont :

- L'accord signé entre la Bourse de Casablanca et le London Stock Exchange, signé en juin 2014.

Il s'agit d'une convention cadre de partenariat stratégique qui comprend un partenariat technologique entre Millennium IT (société technologique du groupe LSE) et la Bourse de Casablanca; Cette convention vise également la mise en place à Casablanca d'un marché des dérivés.

- La connexion entre les Bourses de Hong-Kong et de Shanghai (initialement prévue pour début novembre 2014).

Le programme Shanghai Hong Kong Connect est très attendu par le monde de la finance en Asie.

En créant une passerelle entre les deux Places boursières, il doit permettre aux investisseurs étrangers, y compris les particuliers, d'acheter la plupart des actions domestiques chinoises, cotées à Shanghai. Aujourd'hui encore, seuls les investisseurs institutionnels y ont accès, uniquement à travers des fonds, et dans la limite de quotas.

L'autre grande Bourse chinoise, Shenzhen, devrait rejoindre le programme dans un deuxième temps. À elles trois, ces Places boursières interconnectées afficheraient une capitalisation boursière d'environ 7000 milliards de dollars, soit à peu près l'équivalent du NASDAQ.

Ce projet démarrera le 19 novembre.

Parmi les *développements* internes les plus importants, nous pouvons citer :

- Le lancement par BATS/CHIX en Europe de BXTR, service de trade reporting permettant de reporter les deals OTC.
- Le partenariat signé entre la bourse du Japon (JPX) et Nasdaq OMX pour la construction d'une plateforme de trading de dérivés.
- Les récents développements du groupe CME en Europe sur les produits dérivés et

Actualité des infrastructures de marché et positionnement stratégique des différents acteurs

notamment l'agrément de l'ESMA pour sa CCP, et lancement de CME Europe, marché de dérivés basé à Londres.

- Enfin, le lancement tout jute annoncé de Tradecross, plateforme d'échange d'obligations corporate sponsorisée par 15 acteurs du buy side et le fournisseur de technologie Tradingscreen.

Beaucoup d'événements se sont donc déroulés dans les derniers mois.

Que constatons-nous sur les marchés actions ?

- Les montants échangés depuis janvier 2014 ont légèrement rebondi, en partie grâce à une baisse de la part des échanges réalisés en OTC. Les parts de marchés des acteurs historiques sont restées globalement stables sur la période 2013-2014.
 - Euronext est le troisième acteur en Europe derrière le LSE et BATS/Chi-X, et la première bourse de la zone euro.
 - L'érosion de la part de marché des capitaux échangés en OTC par rapport aux échanges « on-exchange » peut s'expliquer par la série de scandales aux États-Unis cet été sur des BCNs.
- Ce type de dark pools a été accusé de favo-

riser les sociétés pratiquant le trading haute fréquence (HFT) au dépend des autres clients. Ces événements, bien que circonscrits aux États-Unis, ont eu des répercussions en Europe : les transactions conclues de gré à gré ont vu leurs parts de marché diminuer, en particulier sur le FTSE100, passant de 57 % en 2013 à 49 % aujourd'hui. Les investisseurs sont retournés vers les plateformes plus réglementées et transparentes, comme les marchés réglementés et les MTFs (« fly to quality »). Turquoise, le MTF du London Stock Exchange Group, a augmenté significativement sa part de marché aux dépens de BATS Chi-X, grâce à des modèles de matching innovants. Turquoise a lancé en 2014 une nouvelle fonctionnalité baptisée Turquoise Uncross qui permet de limiter les flux HFT

Sur l'évolution des marchés des dérivés listés, que constatons-nous ?

Les volumes de contrats échangés sont globalement stables. Cependant, on assiste à une baisse relative des échanges sur les dérivés de taux au profit des dérivés sur actions et des dérivés sur indices. Avec des taux d'intérêt européens remarquablement stables, l'activité sur les dérivés de

taux s'est considérablement ralentie.

Quels que soient les sous-jacents considérés, le marché des dérivés listés en Europe est concentré entre quelques grands acteurs : LME & ICE sur les commodities, Eurex & Liffe sur les taux, Eurex, Liffe & Euronext sur les actions.

Les faits marquants :

2014 : Séparation d'Euronext et du Liffe ; le Liffe conserve 100 % de l'activité sur les dérivés de taux.

Le Liffe conserve environ 2/3 de l'activité sur les dérivés actions et un peu moins de 50 % de l'activité sur les dérivés d'indices et environ la moitié des dérivés de matières premières (cacao, café, sucre, blé fourrager).

Sur les dérivés de matières premières, le LME (propriété du Hong Kong Stock Exchange) et ICE sont en situation de quasi-duopole (en Europe).

Actualité des infrastructures de marché et positionnement stratégique des différents acteurs

Zoom sur le marché des ETF. C'est un marché dont on parle beaucoup et qui mérite que l'on s'y attarde car il a connu une évolution assez spectaculaire.

L'industrie européenne des ETFs croît de manière importante. Les encours sont passés d'environ 100 milliards d'euros en 2008 à plus de 350 milliards en 2014. Six acteurs européens représentent plus de 80 % de l'encours : à lui seul, iShares (BlackRock) couvre 54 %. Puis viennent Deutsche Bank (13 %), Lyxor (Société Générale, 12 %), UBS GAM (4 %), Amundi ETF (4 %).

Les ETFs représentent un enjeu important pour les bourses ainsi qu'un potentiel de croissance non négligeable. En effet, 75 % des

transactions sur les ETF européens se font en OTC, contre moins de 50 % aux États-Unis. De plus, l'obligation de la déclaration post-trade pour les ETFs, prévue dans MiFID II en 2017, devrait permettre au marché d'être plus transparent et d'augmenter les volumes. La bourse Bats Chi-X Europe qui veut s'imposer sur le marché européen des ETF a lancé en octobre dernier un service de base de données consolidées sur les transactions. L'objectif est de permettre à l'industrie d'avoir une vision de la vraie liquidité des ETF. L'initiative a été notamment saluée par le fournisseur d'ETF, iShares (Blackrock). De même, Euronext cite la construction de sa franchise ETF comme l'un des axes clés de sa stratégie post-IPO.

Quelle est notre vision des marchés financiers en Europe ?

Pour les marchés OTC

Nous pensons que le segment sera en très forte croissance dans les années qui viennent. Le principal driver de cette croissance sera une augmentation très forte des volumes (estimation Equinox-Cognizant : volumes multipliés par 6,3 entre 2013 et 2017) due à trois éléments principaux : l'augmentation de la compensation centrale, la hausse des volumes échangés et la diminution de la taille moyenne des contrats. Cet effet volume sera légèrement compensé par la futurisation des swaps de taux, entraînant une diminution des volumes OTCD de 20 % environ. Enfin, nous pensons que la stabilisation et la consolidation

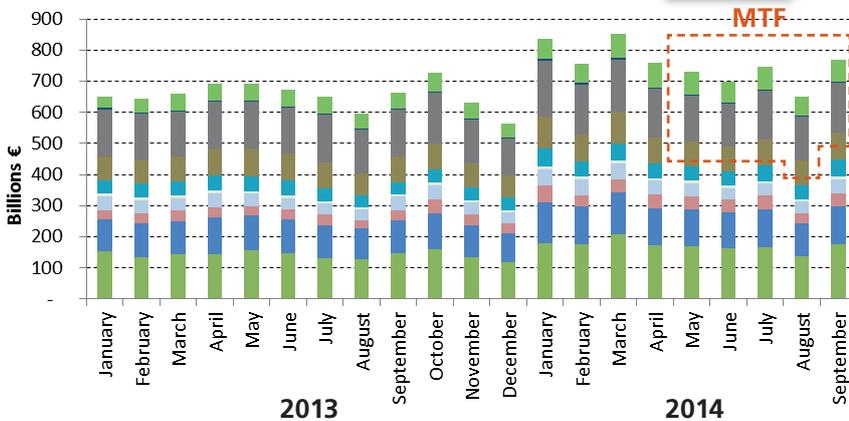


Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

Évolution des marchés actions en Europe et dans la zone euro

Les marchés actions européens se sont repris en volume en 2014 ; les parts de marchés des principaux acteurs sont stables.

Évolution des montants échangés Europe

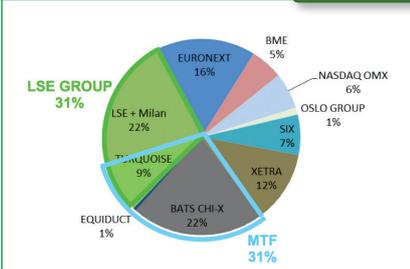


Un fort rebond des montants échangés depuis Janvier 2014. Euronext améliore légèrement sa part de marché à environ 16%.

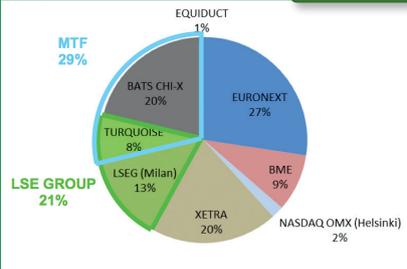
Commentaires

- Rebond des montants échangés depuis janvier 2014, dû en partie à une baisse de la part des échanges réalisés en OTC.
- Stabilité des parts de marchés des acteurs historiques sur la période 2013-2014.
- Euronext 3^e acteur en Europe derrière le LSE et BATS, et 1^{re} bourse de la zone euro.
- Turquoise augmente sensiblement ses parts de marchés – surtout au détriment de BATS-CHI-X – grâce à des modèles de matching innovants.

Part de marché (2013-2014) Europe



Part de marché (2013-2014) Zone €



Légendes

- LSE GROUP
- EURONEXT
- BME
- NASDAQ OMX
- OSLO GROUP
- SIX
- XETRA
- BATS CHI-X
- EQUIDUCT
- TURQUIOISE

Europe

France, Royaume-Uni, Espagne, Norvège, Suisse, Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Portugal, Danemark, Finlande, Suède

Source : Bats Chi-X market data.

Actualité des infrastructures de marché et positionnement stratégique des différents acteurs

des acteurs de l'exécution et de la compensation OTC entraîneront une augmentation des commissions d'exécution et de compensation (effet prix).

Pour le segment des dérivés listés

Nous pensons que le segment des dérivés listés connaîtra une croissance modérée, principalement drivée par la futurisation des swaps de taux précédemment évoquée (augmentation des volumes de 15 %) et par une légère augmentation des profits liés à la compensation en cas de remontée des taux d'intérêt, en face de quoi il faut s'attendre à une diminution des commissions.

Sur les marchés cash

Nous prévoyons une augmentation modérée du segment des marchés cash. Le volume des listings devrait croître sensiblement (+ 30 % selon nous d'ici 2017), les marchés actions devraient se reprendre (par une réallocation d'actifs vers les actions). Cependant, des risques importants sont liés aux évolutions réglementaires (instauration d'une TTF européenne et limitation du HFT).

Face à ces différentes évolutions, comment se positionnent les acteurs ?

Nous avons essayé de positionner les différents acteurs à partir de leurs revenus.

Les acteurs globaux : ICE, Deutsche Börse et le LSE couvrent différents segments de marché. Les acteurs comme SIX et BME restent davantage mono produit ou mono zone géographique. Les purs players comme BATS et Euronext couvrent une zone géographique parfois plus limitée et ne sont pas totalement intégrés verticalement.

Les évolutions des marchés autorisent la montée en puissance très rapide de nouveaux entrants :

Évolutions technologiques et réglementaires : en Europe, MiFID et l'avènement du trading haute fréquence ont permis la montée en puissance des MTFs, comme BATS/CHI-X aujourd'hui seconde bourse en Europe.

Évolutions de marché : le développement exponentiel des dérivés OTC a permis le développement rapide d'ICE.

Cela dit, il nous semble que les grands acteurs historiques gardent certains atouts : leur

rôle incontournable dans le financement de l'économie (Euronext a une vocation naturelle comme bourse géographique locale à financer l'économie française); des parts de marchés stabilisées à un niveau élevé (~70 %) sur l'exécution cash; des positions historiques souvent importantes sur les dérivés listés.

Lorsque l'on observe Euronext, quelques lignes de force apparaissent.

Onze institutions financières constituent le noyau dur de l'actionnariat, représentant une véritable expertise sur l'exécution à la fois cash, ETF et sur les dérivés listés, par ailleurs un positionnement fort sur les obligations d'entreprises avec BondMatch.

Enfin il faut noter une position forte sur tout ce qui est listing et notamment les IPO sur Euronext (qui ont beaucoup augmenté en 2013 et 2014) et le lancement réussi d'EnterNext avec déjà 25 PME ou ETI entrées en bourse au premier trimestre 2014.

Euronext a à notre avis à un positionnement fort avec toutefois certaines questions qui se posent sur la compensation ou sur les dérivés OTC, mais globalement un positionnement fort qui est un atout pour le futur.

Quelles pourraient être en rêve les évolutions pour Euronext ?

Euronext pourrait réaliser une opération avec XETRA sur la partie cash; cela permettrait de monter une véritable bourse de la zone euro. Il faudrait au préalable désimbriquer la bourse cash du groupe Deutsche Börse.

Euronext pourrait nouer un partenariat avec Six qui a une offre post-trade performante avec X-Clear, qui serait un atout fort pour le développement de l'activité dérivés.

Euronext pourrait enfin nouer un partenariat avec BME qui est une bourse rentable et peu endettée et qui a en plus une solution de compensation.

(Ces hypothèses sont purement gratuites)

Les évolutions stratégiques des CSDs en Europe.

Les CSDs vivent aujourd'hui des évolutions majeures qui vont se poursuivre

- La mise en œuvre des évolutions liées à Target 2 Securities se précise pour 24 CSDs européens. Il s'agit du démarrage désormais proche d'une nouvelle plateforme de règlement-livraison et du décommissionnement des plateformes existantes. Le calendrier est désormais très rapproché : juin 2015 pour la vague 1, mars et septembre 2016 pour les vagues 2 et 3.

- De nouveaux entrants font leur apparition sur le marché des CSDs : 1 nouveau CSD Belgique, BNY Mellon CSD, actif depuis août 2014, et des réflexions en cours chez des custodians et des CSD non-européens pour entrer sur le marché européen des CSDs.

- Des évolutions significatives dans les offres, comme l'enrichissement du nombre des liens entre les CSDs européens, et le développement des offres associées dans une logique de type Global Custody sur toute la zone T2S; le développement d'offres de type Payment Bank sur la zone T2S, incluant des offres d'auto-collatéralisation client; l'enrichissement des offres de gestion du collatéral; le développement d'EuroGCPlus en France; des évolutions constantes sur les offres de Triparty collateral, notamment dans une logique d'optimisation; le développement des offres de gestion du collatéral avec les autres marchés internationaux - par exemple la création d'une Joint-Venture entre Euroclear et DTCC pour développer le pont transatlantique sur l'échange de marges.

- Une évolution du périmètre des clients autour de T2S avec l'harmonisation des pratiques de marché et la réduction des coûts associés.

- Des évolutions encore plus significatives sont à venir avec le règlement CSD, mis en œuvre à partir de début 2016 avec un accroissement de la concurrence, un challenge sur les modèles économiques, une revue des processus et des services et, enfin, un impact sur les structures capitalistiques. ■

Actualité de la transformation des marchés dérivés OTC

Jean-Baptiste Coiffet

Associé,
EQUINOX-COGNIZANT

L'exposé comprend 5 grandes parties :

- Rappel bref mais important des grands principes et étapes de mise en œuvre sur le sujet de transformation des marchés,
- Montée en puissance de l'exécution électronique et du clearing aux États-Unis,
- Arrêt sur image sur le reporting au Trade Depository,
- Compensation, périmètre d'instrument et phase de mise en œuvre qui aujourd'hui se précise en Europe,
- La collatéralisation systématique qui aura lieu à partir du 1^{er} décembre 2015.

1. Rappel des trois grands objectifs qui avaient été définis lors du G20 de Pittsburgh en septembre 2009 afin de réguler les marchés dérivés :

- Avoir plus de transparence : obligation de rapporter l'ensemble des transactions OTC au Trade Depository. Ces obligations sont entrées en vigueur aux États-Unis en 2012 et 2013 et en Europe depuis cette année.
- Organiser et sécuriser les échanges c'est-à-dire pour les OTC les plus standardisés l'obligation d'exécuter les transactions sur les plateformes électroniques et surtout de les faire passer par des chambres de compensation. Aujourd'hui c'est sur cet objectif

que l'écart de calendrier entre l'Europe et les États-Unis est le plus flagrant. En effet, l'exécution sur les plateformes organisées et la compensation en CCP sont déjà en place aux États-Unis tandis qu'en Europe tout reste à faire, même si, on va le voir par la suite, on commence à avoir une certaine précision quant au planning pour la compensation des dérivés OTC.

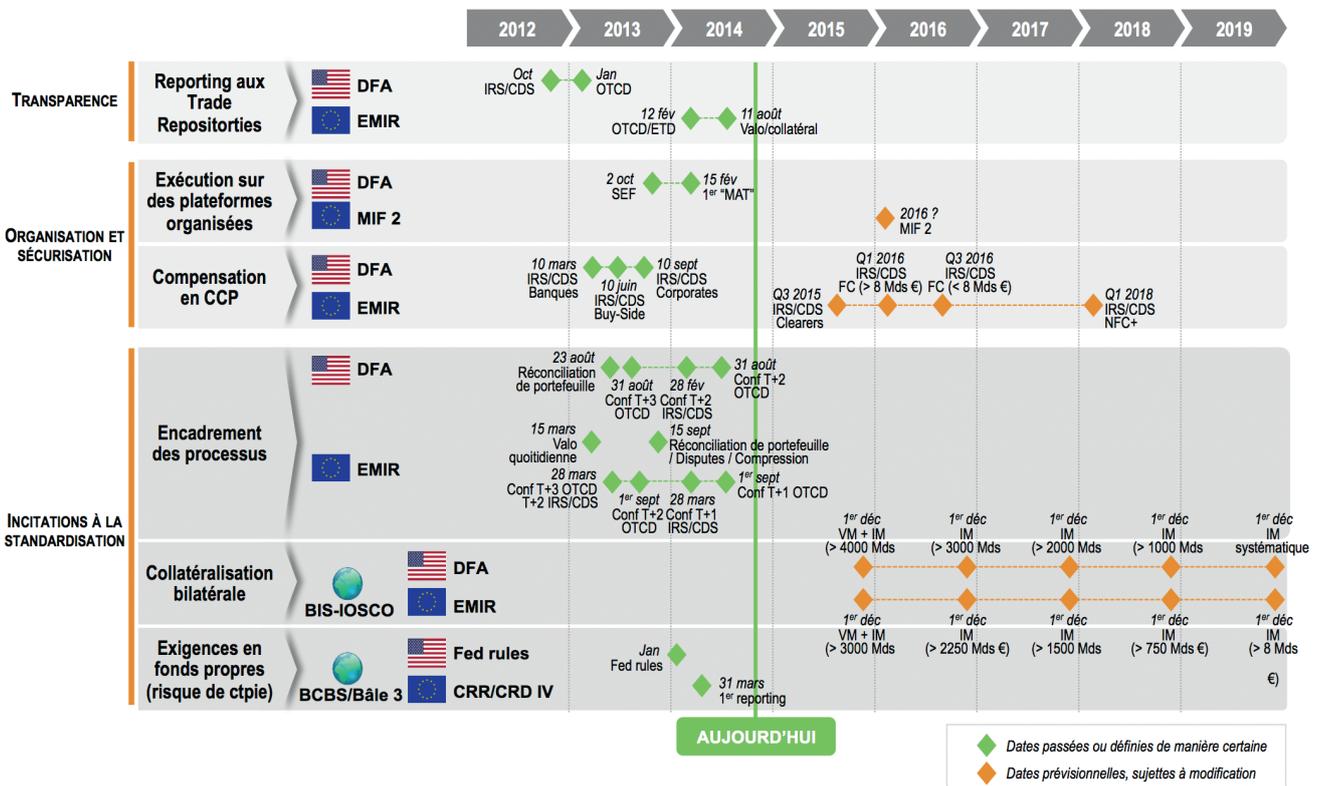
- Inciter les acteurs des marchés OTC à standardiser leurs opérations : que ce soit par un encadrement des processus de confirmation, de valorisation ou de réconciliation au travers d'obligation de collatéralisation des instruments OTC. C'est aussi, il ne faut pas l'oublier avec Bâle III, un renforcement des exigences en fonds propres sur les exposi-

Actualité de la transformation des marchés dérivés OTC



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

La transformation des marchés dérivés OTC : une mise en œuvre par étapes, d'abord aux États-Unis puis en Europe.



Actualité de la transformation des marchés dérivés OTC

tions au risque de contrepartie qui est en œuvre depuis les premiers reportings de juillet 2014.

Sur ces points 2013-2014 sont des années charnières, les obligations de valorisation quotidiennes, les obligations de réconciliation de portefeuilles ainsi que les délais maximums de réconciliation sont entrés en vigueur des deux côtés de l'Atlantique, sans oublier le 31 mars dernier le premier reporting pour les dispositions prudentielles de Bâle III.

Nous en parlerons ensuite, mais le gros sujet qui reste encore ouvert à ce jour reste la collatéralisation systématique des OTC sur l'ensemble des opérations qui ne sont pas suffisamment standardisées (qui ne sont pas vanille) pour être compensées en CCP.

2. « Où en sont les Américains et quel retour d'expérience a-t-on du marché américain ? »

Les Américains avec DFA ont pris de l'avance par rapport à l'Europe pour ce qui est d'une part l'exécution sur les plateformes électroniques organisées (swaps execution facilities = SEF) et d'autre part sur la compensation centrale des OTC standardisés. Aujourd'hui les Américains nous offrent une vision assez intéressante afin d'anticiper ce qui va arriver sur notre marché dans les mois voire les années à venir.

Tout d'abord favorisés par DFA, on constate que les volumes OTC compensés en CCP ont connu et continuent de connaître une croissance très importante et rapide. Dans le même temps, on constate que les offres des CCP continuent de se développer notamment en termes de couverture sur les produits.

Si on réfléchit en montant de notionnel, on constate que 46 % des produits de taux et 19 % des CDS sont aujourd'hui compensés. Ce sont des chiffres en forte progression depuis maintenant une bonne année. On constate aussi et surtout que l'activité pour compte de client (client clearing) est l'activité sur laquelle les obligations réglementaires ont l'incidence la plus importante parce qu'elles s'adressent aujourd'hui à des acteurs essentiellement Buy Side pour lesquels la compensation des dérivés OTC est une réelle nouveauté. Si on

prend l'exemple de SwapClear sur la compensation des produits de taux, on constate que les volumes des clients compensés ont augmenté sur l'espace d'un an de plus de 80 %. Chez SwapClear, ils représentent aujourd'hui 4 % des montants traités de LCH.

Les SEF représentent aujourd'hui une part non négligeable de l'ensemble des transactions OTC (taux, crédit et change). Aujourd'hui ce sont plus de 2000 milliards de dollars qui sont exécutés sur les SEF chaque semaine.

Deux principales plateformes émergent sur ces transactions :

- Icap pour tout ce qui est taux,
- Bloomberg pour tout ce qui concerne les CDS (environ ¾ des transactions sur CDS sont exécutées électroniquement par Bloomberg).

Ce que l'on constate aujourd'hui aux États-Unis, c'est qu'une fois l'exécution électronique et le clearing mis en place, les acteurs recherchent des solutions d'optimisation pour limiter les impacts au collatéral. Deux types de solutions prennent de l'ampleur sur le marché américain :

- La futurisation sur le swap de taux qui s'accélère avec le deliverable swap futures sur le CME. Ces produits sont très intéressants sur le marché parce qu'ils répliquent globalement les caractéristiques des IRS vanille tout en bénéficiant d'une liquidité beaucoup plus importante parce qu'ils sont cotés sur des marchés réglementés. C'est grâce à cette liquidité beaucoup plus importante que les besoins en initial margin (IM) sont moins pénalisants pour ces acteurs au regard d'IRS équivalents.
- Les offres de cross margining. Il s'agit pour les chambres de compensation qui le peuvent de faire bénéficier leurs clients d'un effet de netting sur les risques entre les positions qu'ils ont sur les marchés listés et les positions OTC sur les taux. Cela leur permet de réduire les montants collatéraux demandés par la CCP pour couvrir leur risque. On peut donc présager que l'on aura demain un facteur de différenciation majeur pour les CCP actives sur les marchés OTC.

3. Nous voulions enfin faire un arrêt sur image sur le reporting au Trade Depository

Le reporting au Trade Depository est obligatoire aux États-Unis depuis maintenant 2 ans (octobre 2012) et obligatoire en Europe depuis maintenant 8 mois.

Première échéance février 2014, échéance pour laquelle le reporting des données économiques des transactions était obligatoire.

Deuxième échéance août 2014 pour les données complémentaires sur les transactions.

Rappelons qu'en Europe le reporting répond à une double déclaration : celle du dealer et celle de l'utilisateur final sur toutes les opérations qui sont effectuées sur les marchés dérivés et ce dans un délai d'une journée suivant la transaction.

Il existe trois grandes parties dans le contenu du reporting :

- Ensemble des données communes aux deux parties qui ont vocation à être réconciliées, aujourd'hui 59 champs (dont UTI et UPI),
- Ensemble des données qui sont propres à chaque partie pour la transaction (dont LEI),
- Les données de valorisation et les données de collatéral qui sont fournies par chacune des parties.

Aujourd'hui on peut dire que le jalon réglementaire est passé un peu dans la douleur. Nous avons vu se développer des moteurs de reporting dans des délais très courts, ce qui a eu un impact pour l'ensemble des participants du marché. Les Trade Depository ont eux aussi dû faire face à des difficultés de traitement liées aux volumes lors de l'entrée en vigueur de l'obligation. Aujourd'hui, la question qui se pose est celle de la qualité des données qui est rapportée au Trade Depository. À ce titre, l'ESMA a demandé au Trade Depository de mettre en place des règles accrues de validation des données avec dans un premier temps l'ensemble des formats de données. Concrètement cela signifie qu'à partir du 1^{er} décembre 2014, les déclarants qui ne respecteraient pas ces règles verront leurs rapports rejetés par les Trade Depository. Il y a donc aujourd'hui tout un travail d'ajustement des modules de reporting afin de se conformer aux nouvelles règles. Dans un

Actualité de la transformation des marchés dérivés OTC

second temps les plateformes vont devoir mettre en place des règles de validation du contenu de l'ensemble de ces données.

Un autre point est notable, les données publiques qui sont aujourd'hui publiées par les Trade Depository sur les sites (obligation EMIR) sont difficilement exploitables. On constate aussi une hétérogénéité des données publiées, les données anciennes étant rarement mises à jour.

Fort de ce constat et à plus long terme, l'enjeu finalement est plus global. Comment le régulateur peut-il exploiter des données qui sont aujourd'hui dispersées au niveau mondial (25 Trade Depository dans 11 juridictions différentes) dans des formats différents et spécifiques à chaque plateforme ?

Le Financial Stability Board a étudié plusieurs options qui justement permettraient de produire et partager ces données agrégées. Ils recommandent une plus grande centralisation des données avec un principe de renforcer l'interopérabilité entre les différents Trade Depository et avec la création d'un Super Trade Depository qui serait une entité unique qui viendrait chapeauter l'ensemble des plateformes existantes. Bien entendu la capacité d'agrégation de ces données va passer par une coordination accrue entre les acteurs pour définir des normes mondiales. On parle de travaux qui visent à définir des nomenclatures universelles, ces travaux-là doivent être accélérés de façon à permettre au marché de mieux exploiter l'ensemble de ces reportings.

4. Up-date sur le périmètre d'instruments et le planning de montée en charge

Aujourd'hui nous sommes en passe d'arriver à une solution définitive des obligations de clearing des dérivés OTC. En effet, l'ESMA a publié en octobre les RTS, les standards techniques d'implémentation qui précisent notamment les instruments OTC qui devront être compensés lors de la première vague et qui définissent aussi le planning global de mise en œuvre de la compensation sous EMIR.

À ce stade, seuls les RTS qui ont trait au clearing des produits de taux ont été publiés mais la partie sur les CDS ainsi que leur phasing devrait être alignés sur celui des taux.

Suite à cette publication très attendue, la Commission Européenne dispose d'un délai de 3 mois, ce qui devrait nous amener au 1^{er} janvier 2015, pour se prononcer sur les RTS produits par ESMA.

Plusieurs points sont à noter sur ce sujet. Le périmètre des instruments OTC concerné par le clearing obligatoire au démarrage aujourd'hui est connu, il s'agit des dérivés de taux vanille et des CDS sur indice européen. Nous sommes sur une montée en charge progressive de la compensation selon le type de participants qui seront concernés. Nous avons un phasing qui au final sera enclenché une fois les RTS validés par la Commission Européenne et publiés au journal officiel. À partir de là, le premier touché sera le Sell Side qui aura une obligation de compensation au bout de 6 mois. Les fonds (les AIFM) devront quant à eux compenser les opérations entre 12 et 18 mois selon la taille de leurs activités OTC. Les contreparties non-financières quant à elles disposent d'un délai de 3 ans pour se mettre en conformité.

Sous la pression de la Commission Européenne, l'ESMA a légèrement réduit l'impact du Front Loading, cette obligation de compenser rétroactivement un certain nombre d'opérations qui sont réalisées avant l'entrée en vigueur du clearing.

En résumé sur le sujet, la proposition de l'ESMA n'a finalement que très partiellement pris en compte les considérations des dealers et des clearing brokers qui sont aujourd'hui actifs sur les marchés.

En effet, il existait un lobbying assez important de ces acteurs qui, après avoir consenti de lourds investissements dans leurs plateformes, poussent pour accélérer le planning de montée en charge afin d'envisager un retour sur investissement à un horizon respectable. D'ailleurs, BNY MELLON a annoncé

sa volonté de se retirer du marché du Client Clearing OTC en Europe en raison de cet horizon d'investissement jugé trop lointain.

En dépit des clarifications qui ont été apportées par l'ESMA, un certain nombre de questions restent en suspens. Le Front Loading, aujourd'hui demeure une réalité. Se pose la question de la façon dont les dealers vont « pricer » ces opérations qui au départ seront bilatérales puis devront ensuite être « loadées » à la CCP. Les dealers vont-ils imposer au Buy Side de compenser en amont de la date officielle auprès des Asset Managers ?

Une autre incertitude porte sur la compensation du change. En octobre dernier, l'ESMA a publié une consultation pour imposer le clearing des non-deliverable forwards (NDF) dans des délais quasiment alignés sur le clearing des taux ou du crédit. Pour de nombreux acteurs dont les chaînes de traitement finalement différent complètement entre le change, les IDRS et les CDS, cela aurait un impact lourd en termes d'adaptation de la chaîne de valeur opérationnelle.

Enfin la Commission Européenne n'a toujours pas indiqué quand elle précisera les règles d'équivalence d'EMIR avec les autres réglementations locales ni quels pays ces équivalences vont concerner. Aujourd'hui il demeure toujours un flou sur le traitement réglementaire des opérations transfrontalières entre les entités européennes qui sont soumises à EMIR et les acteurs non européens qui seront soumis à DFA.

Enfin deux autres zones d'incertitudes demeurent :

- Bien que théoriquement autorisé par EMIR, le clearing indirect (le subclearing), n'a aujourd'hui pas de réalité juridique ou opérationnelle.
- Le périmètre des chambres de compensation s'accroît de semaine en semaine, elles étaient 13 à mi-octobre. Néanmoins des CCP importantes comme ICE n'ont toujours pas reçu le tampon du régulateur national, ce qui fait penser à une incertitude finalement sur la capacité du marché européen demain à aller sur ces chambres de compensation.

Actualité de la transformation des marchés dérivés OTC

5. La collatéralisation quotidienne et systématique qui sera effective en décembre 2015

C'est au-delà du clearing l'un des volets de la réglementation les plus lourds de conséquences pour l'industrie et il concerne précisément les dérivés OTC qui ne seront pas compensés par les chambres de compensation. Il s'agit ici d'inciter fortement les acteurs à standardiser et compenser au maximum les contrats OTC en alignant les pratiques de collatéralisation bilatérale sur celles appliquées par les chambres de compensation. Tout d'abord cela va passer par une systématisation d'échanges de collatéral, la fameuse variation margin (VM), pour toutes les opérations OTC hors CCP. Puis dans un 2^e temps, ce sera l'échange imposé de l'initial margin (IM). Obligations définies au niveau mondial par IOSCO, elles sont reprises dans les textes d'EMIR pour l'Europe et DFA pour les États-Unis. Aujourd'hui en Europe on est encore à la version draft, une proposition de standard technique a été publiée par l'European Supervisory Authority en avril dernier. Cependant ces exigences arrivent très vite, l'échange de variation margin deviendra obligatoire à compter du 1^{er} décembre 2015. La mise en place en revanche des initial margin arrivera de façon un peu plus pro-

gressive, elle s'étalera entre décembre 2015 et décembre 2019 avec une obligation d'initial margin pour tous les acteurs qui ont un notionnel cumulé sur les dérivés OTC de plus de 8 millions d'euros pour la dernière tranche.

Peut-on parler d'une révolution pour les processus de collatéral management? Nous pensons qu'à terme oui, le marché va devoir faire face à des problématiques accrues de sourcing du collatéral en particulier lorsque les initial margin vont devenir obligatoires. Cela va inciter les acteurs à évoluer dans leur processus voire à opter pour des méthodes de calcul d'initial margin interne.

Cette possibilité est offerte aujourd'hui par le régulateur et qui, d'après l'ISDA, devrait permettre de réduire les montants en collatéral exigé. Des défis opérationnels vont se poser chez les acteurs de marché, ils vont devoir se poser des questions et y répondre tout au long du processus opérationnel :

- Suis-je éligible au collatéral ?
- Suis-je éligible à l'échange d'IM par rapport aux seuils qui sont définis par le régulateur ?
- Est-ce que je peux absorber d'un point de vue opérationnel, d'un point de vue administratif l'augmentation du nombre de mouvements du collatéral sur la chaîne que j'aurai à gérer ? Quel impact cela a

aujourd'hui sur mon organisation, sur mon système d'information, sur mes outils ?

Une autre difficulté va résider dans la manière dont le marché dans sa globalité va être capable de calculer les IM avec une méthodologie interne. En effet, on imagine que si chacun développe son propre modèle d'IM, on peut s'attendre à une explosion des « disputes » et une grande difficulté à réconcilier les calculs réalisés par les uns et par les autres. Pour répondre à cette problématique, l'ISDA a défini l'an dernier un modèle standard (Standard Initial Margin Model = SIMM) qui aurait vocation à se diffuser au sein des institutions financières. On peut aussi imaginer des solutions de marché avec des plateformes multilatérales qui permettraient de déléguer à un tiers le calcul ou la réconciliation des marges.

Enfin, nous estimons que les équipes juridiques devraient également être mises à contribution pour revoir tout l'encadrement contractuel de la collatéralisation (revue des Credit Support Annexe).

Voilà en résumé les cinq grands impacts sur la transformation des marchés OTC. Merci beaucoup pour votre attention. ■

Le nouveau positionnement d'Euronext

Éric Forest

Président-Directeur Général,

ENTERNEXT

Juin 2014, vous le rappelez, a été une date importante pour Euronext, date de notre introduction en bourse.

Je ne résiste pas à un petit commentaire sur la dernière slide de Jean de Castries s'agissant de consolidation, de croissance externe pour Euronext. Je veux juste rappeler une chose, si évidemment consolidation il devait y avoir au niveau européen, Euronext souhaite être un consolideur, c'est une évidence. Simplement aujourd'hui la stratégie principale d'Euronext n'est pas la croissance externe, mais bien la croissance organique, je clôturerai mon commentaire sur ce point.

Nous le rappelons sur le listing, Euronext est une place très significative puisque c'est la plus importante d'Europe Continentale. Plus de 1 300 émetteurs avec une capitalisation boursière totale qui dépasse les 2,7 trilliards d'euros. Et la décomposition est intéressante :

- 265 Blueships,
- Un peu plus de 790 SMEs (valeurs moyennes),
- 242 Micro-Caps au travers du marché libre.

La répartition de la typologie de nos émetteurs est assez représentative de la répartition de l'économie réelle, et de l'économie de nos pays et c'est une force pour nous.

L'une des autres forces d'Euronext, c'est sa diversité en matière de produits et aussi en matière de marchés. Nous allons du marché libre jusqu'à Euronext en passant par Alternext. Mais c'est aussi une diversité de type de produits : en matière d'indices, d'ETF et de warrants. Ce sont aussi des initiatives obligataires comme le lancement il y a 18 mois de l'IBO et l'ouverture du marché obligataire à des primo-émetteurs voire à des sociétés non-cotées en réservant une partie au retail. Et puis c'est aussi Londres. Euronext Londres existe avec un positionnement très particulier mais qui a commencé à porter ses fruits, Eurotunnel et Norbert Dentressangle ont choisi d'avoir un

double listing au sein d'Euronext (Euronext Continental et Euronext Londres).

En matière de trading, le point extrêmement important c'est le single order book, un dispositif unique. Les communautés de membres apprécient effectivement le fait d'avoir ce carnet d'ordres unique entre nos places qui donne plus de profondeur, de visibilité et de transparence.

Sur les dérivés, il y a eu effectivement la séparation avec ICE et donc la séparation avec Liffe, mais néanmoins Euronext ne part pas de zéro en matière de dérivés.

L'obligataire est un outil primordial pour les besoins et modes de financements des entreprises dans les années à venir. Je suis convaincu en ce qui concerne notamment les PME-ETI que nous ne sommes qu'au tout début de l'ère obligataire et il y a encore un long chemin devant nous.

N'oublions pas au-delà du listing et du trading tout ce qui concerne les market data et indices. Nous sommes un des fournisseurs leader en matière de data que ce soit pour le cash ou les dérivés.

En ce qui concerne le post-trade, nous avons là aussi depuis des années développé un certain nombre de choses notamment à travers le partenariat avec LCH Clearent sur trois de nos pays.

Et enfin le dernier point, la fourniture de solutions au marché, appelé chez nous « market solution ». La plateforme UTP (Universal Trading Platform) est une plateforme technologique reconnue et éprouvée qui nous permet là aussi d'envisager développement et croissance de façon significative.

En matière de revenus, Jean de Castries vous a montré la répartition par type de produits ou de métiers sur 2013. Nous avons communiqué la semaine dernière, vous l'avez sans doute vu, les chiffres du troisième trimestre 2014 qui confortent cette répartition.

Sur un total de 112 millions de revenus :

- 34 % sur le cash trading
- 21 % sur les market data
- 12 % sur le listing
- 10 % sur les dérivés
- 11 % sur le clearing
- 8 % sur le market solution
- 4 % sur le settlement

notre part de marché demeure stable à environ 64 %, ce qui est notable.

Le single order book est un atout qui est porté à notre crédit notamment par la communauté d'investisseurs et d'intermédiaires financiers. Nous en sommes fiers. Nous sommes la seule place sur le marché européen organisée sous forme d'un modèle fédéral ou multipays disposant de cette technologie unique pour tous ses pays, UTP et le carnet d'ordres unique.

Je vais vous donner quelques chiffres sur les nouveaux listings. Il y a eu 43 nouveaux listings depuis le début de l'année sur nos marchés, c'est-à-dire plus que sur l'ensemble des années 2013, 2012 et même 2011.

On voit bien un retournement de tendance significatif sachant que cela concerne l'ensemble des entreprises, c'est-à-dire PME-ETI mais aussi quelques grands groupes. Nous n'avons pas encore retrouvé les niveaux de 2007, puisqu'il y avait eu 92 nouveaux listings sur l'année. En revanche si nous regardons les capitaux levés dans le cadre de ces 43 introductions en bourse, 8,4 milliards d'euros ont été levés et là on se rapproche du chiffre de 2007 qui était de 9,7 milliards d'euros. Point encore plus intéressant, ces 43 sociétés ont apporté en capitalisation boursière additionnelle sur nos marchés un peu plus de 28 milliards d'euros depuis le début de l'année alors que les 92 sociétés de 2007 n'avaient apporté « que » 26 milliards d'euros. Voilà donc pour nous un signe très encourageant, le financement de l'économie réelle et donc le développement du listing étant des éléments-clés pour Euronext.

Nous estimons qu'il existe un véritable potentiel de poursuite de recovery qui sera bénéfique.

Le nouveau positionnement d'Euronext

fique pour les marchés.

Cette recovery est déjà perceptible au niveau des marchés :

- Le CAC40 a progressé de 18,5 %
- Le BEL20 a progressé d'un peu plus de 24 %
- L'AEX a progressé de 18 %
- Le PSI20 a progressé de 17 %

Le dernier point que je voudrais mettre en avant concerne le phénomène de désintermédiation qui va continuer à s'accroître. Les marchés auront donc un rôle encore plus important à jouer pour remplir ce rôle qui ne sera plus assuré par d'autres.

Je ne vais pas revenir sur l'environnement réglementaire. Je pense qu'il y avait un besoin de réglementation nouvelle, nous pouvons voir dans chacune de ces réglementations des opportunités de développement de croissance, de nouveaux produits et services.

Euronext a repris son indépendance en juin dernier, cette indépendance nous a permis d'avoir un actionariat stable qui va nous permettre d'exécuter notre nouvelle stratégie (innovation en matière de produits, diversification et optimisations d'efficacité).

Je vous le disais en introduction, nous avons un socle existant qui est un socle solide, qui a fait ses preuves. Le premier concept est bien évidemment de partir de ce socle et de voir comment nous pouvons donner encore plus d'impulsion dans nos métiers historiques. Nous devons continuer à travailler sur l'amélioration de la transparence, de la liquidité des marchés, des aspects technologiques et sur les services pour nos clients, lors que nos clients sont polymorphes : émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers. Nous avons donc la chance d'avoir un spectre de clients extrêmement diversifié avec des préoccupations ou des contraintes différentes. Il y a encore beaucoup à faire en partant de notre modèle et de nos produits existants pour redonner de l'énergie, de l'innovation, pour remettre au cœur de nos préoccupations quotidiennes des approches clients un peu différentes.

Ensuite, bien sûr il nous faut travailler sur les métiers (dérivés, matières premières, ETF, indices) qui peuvent être considérés comme

encore sous-exploités ou en tout cas insuffisamment porteurs dans notre business model.

Et enfin, l'optimisation des coûts et des investissements. Si l'on regarde l'année qui vient de s'écouler, il y a eu un nombre extrêmement significatif d'initiatives diverses et variées réalisées par Euronext en matière de produits, d'innovation, d'approches client. La liste est très longue. Certains s'inscrivent dans la durée, c'est le cas bien sûr d'EnterNext.

Pour conclure sur cette partie, je voudrais que vous reteniez six grandes idées concernant le positionnement et le développement d'Euronext à venir :

- Notre objectif est clair, c'est de devenir en Europe le premier centre de financement (« capital raising center »).
- La mission quotidienne du management est de traduire chaque jour notre stratégie en actions concrètes et en croissance pour le bénéfice de nos marchés.
- Nous voulons améliorer et renforcer nos relations avec nos clients afin de mieux cibler leurs besoins et faire évoluer notre approche.
- Il y a eu cette année plus de produits, de services ou d'initiatives lancés et réalisés que sur les deux dernières années combinées. Cette dynamique n'est pas seulement sur le papier, c'est une réalité et chaque équipe d'Euronext, chaque département a son lot de responsabilités.
- Autre point lié à cette volonté de renforcer les relations et l'écoute avec nos clients, c'est le lancement en France d'un Comité Utilisateurs. Anthony Attia est en train de finaliser la composition de ce comité qui concernera Euronext Paris. Il a pour vocation de réunir des représentants de l'ensemble de nos utilisateurs (émetteurs, intermédiaires, etc.) pour renforcer notre écoute et fournir des pistes d'améliorations.
- Point plus chiffré en matière de résultat, nous avons communiqué sur un objectif de 60 millions d'euros de gains d'efficacité et d'optimisation et nous sommes en avance sur cette feuille de route. Cette avance est notamment due au fait que le taux de marge d'EBITDA de 45 % a d'ores et déjà été atteint.

Voilà en quelques mots ce qu'Anthony Attia aurait voulu vous dire avec sans doute beaucoup plus de détails que moi sur le positionnement d'Euronext en termes de développement pour les années à venir. Je vais maintenant comme c'était prévu mettre un focus sur les valeurs moyennes et EnterNext.

Intervenant 1 : J'avais une question sur un produit phare d'un pays agricole qu'est la France. C'est en ce qui concerne la relance des matières premières, je crois qu'il y a un nouveau contrat qui démarre.

Eric FOREST : N'étant pas spécialiste, je serais incapable d'entrer dans la technique des nouveaux contrats. Ce que je peux juste dire et je l'ai mentionné très rapidement tout à l'heure, c'est que les matières premières sont un axe-clef majeur. Nous avons sur ce sujet une véritable stratégie qui a démarré et qui continuera d'être déployée au fur et à mesure des mois à venir.

Marcel RONCIN : Un témoignage du côté de l'AFTI pour constater et nous en féliciter que depuis quelques semaines, « Euronext is back » dans les travaux de place.

Eric FOREST : Écoutez je crois que nous l'avons entendu et nous en sommes les premiers heureux. Nous avons pu donner l'impression ces dernières années, pour tout un ensemble de raisons, que la présence d'Euronext était un peu plus diluée ou diffuse, mais ce n'était pas du tout voulu. En tout cas vous me donnez une très belle transition puisque « Euronext is back » et « EnterNext is back auprès des SMEs ». ■

EnterNext, nouveaux services pour les corporates et les investisseurs

Éric Forest

Président-Directeur Général,

ENTERNEXT

EnterNext est une très récente initiative dont nous avons fêté la première année en juillet dernier. Je ne vais pas faire toute la genèse puisqu'elle serait longue. La création d'EnterNext en juillet 2013 est la résultante de deux ans de discussions de place autour du rôle de l'opérateur de marché s'agissant des valeurs moyennes. Filiale à 100 % d'Euronext, EnterNext bénéficie d'une gouvernance ouverte, avec sept administrateurs indépendants, choisis pour leur expérience et leur expertise dans le domaine des PME-ETI. C'est une chance pour moi que d'avoir un Conseil d'administration ouvert avec des idées et nous encourageant à avancer dans nos projets.

On sait tous que la création de valeur et d'emplois de demain viendra et vient déjà des PME et ETI plutôt que des grands groupes. Si nous ne parvenons pas à aider nos valeurs moyennes à se financer, c'est l'économie de l'ensemble de nos pays Européens qui en pâtira. EnterNext part de ce constat. Cette structure accompagne dans leur réflexion les chefs d'entreprise, qu'elles soient cotées pour leur apprendre à mieux utiliser les marchés financiers ou non-cotés pour échanger avec eux sur l'intérêt ou non de s'introduire en bourse.

Cela suppose un travail de proximité. Dès le 1^{er} septembre 2013 j'ai rouvert 4 bureaux en région : à Lyon, Marseille, Bordeaux et Nantes, dans ce souci d'être en contact et en proximité avec les chefs d'entreprise. Proximité aussi avec les écosystèmes régionaux puisque c'est un enjeu important. On ne peut pas réussir tout seul et j'ai bien évidemment besoin de l'ensemble des membres de l'écosystème. Quand je dis écosystème ce sont bien évidemment les associations professionnelles,

les intermédiaires financiers, les investisseurs, les grands cabinets d'audit, les avocats : bref, tous les gens qui au quotidien accompagnent les entreprises dans leurs problématiques de financement. Vous l'aurez compris, proximité et pédagogie sont au cœur de notre métier.

Aujourd'hui nous sommes une équipe de 16 personnes. EnterNext n'est pas un marché de cotation, c'est une structure d'accompagnement dédiée aux PME et ETI. Une petite précision, néanmoins, l'appellation PME-ETI correspond pour nous à l'ensemble des sociétés ayant une valorisation boursière inférieure à un milliard d'euros, donc, sur les marchés existants cela couvre Alternext et les compartiments C et B d'Euronext. Nous avons un périmètre assez large (740 valeurs déjà cotées dont à peu près 540 en France).

Notre mission quotidienne, c'est donc d'être en contact avec les entreprises. Depuis la création d'EnterNext, ce sont plus de 1 100 chefs d'entreprise que nous avons rencontrés de façon individuelle dans nos 4 pays dont un peu moins de 800 en France, moitié entreprises cotées moitié entreprises non-cotées. Nous allons à leur rencontre pour comprendre l'entreprise, sa stratégie et ses besoins. Seulement ensuite, sommes-nous en mesure de voir si les marchés financiers peuvent répondre à ces besoins et si oui de quelle manière ? On ne force personne à venir en bourse, cela serait aller au-devant de désillusions.

Je vais donner quelques éléments précis de chantiers que nous avons soit lancés soit réalisés afin de reconnecter les émetteurs et les investisseurs. En effet, sur le segment des valeurs moyennes il y a un énorme déficit de relations entre ces deux populations. Cela s'explique notamment par la crise financière que nous avons traversée et le fait que les intermédiaires financiers consacrent de moins

en moins de temps à la mise en relation de ces deux types d'acteurs. Le rôle de l'intermédiaire de marché est aussi d'être un facilitateur, un intermédiaire entre ces deux populations.

De façon très concrète, nous avons soutenu le lancement du PEA PME et nous l'avons accompagné en lançant notamment une famille d'indices dès le mois de mars 2014. Avec un premier indice qui est un indice construit pour servir de support à un produit et puis tout récemment, il y a 10 jours, le lancement d'un deuxième indice qui s'appelle EnterNext PEA PME 150 et qui regroupe 150 valeurs. Cet indice, nous l'avons testé avec une dizaine de gérants de la place pour être sûrs qu'ils puissent l'utiliser.

Le deuxième axe sur lequel nous avons travaillé et pris des initiatives en juin 2014 concerne l'analyse financière, maillon essentiel pour relier émetteurs et investisseurs. Donc les deux premières initiatives qui ont été mises en œuvre sont :

- La première, à destination des brokers car nous devons aussi les aider à faire en sorte que leur modèle économique s'agissant des valeurs moyennes retrouve à minima une rentabilité même si elle est proche de zéro. Nous offrons un discount de 30 à 50 % aux brokers sur les fees payés à Euronext en matière de trading sur les valeurs moyennes qu'ils suivent en analyse financière. Pour toute valeur qu'ils suivent en recherche, lorsqu'ils tradent des flux sur ces valeurs ils bénéficient d'un discount sur les trading fees. Le pourcentage de réduction appliqué dépend du nombre de valeurs suivies au total. Nous donnons en plus de cela une visibilité à ces brokers, car ils sont répertoriés sur notre site et nous listons même les valeurs qu'ils suivent en recherche, ce qui leur donne une visibilité supplémentaire vis-à-vis notamment des investisseurs et des émetteurs.

EnterNext, nouveaux services pour les corporates et les investisseurs

- La deuxième initiative, toujours sur l'analyse financière, porte sur la signature d'un partenariat avec Morningstar (fournisseur de données financières indépendant d'origine américaine) qui depuis longtemps réalise à la fois des études pour les fonds mais aussi des analyses financières. Nous sponsorisons un programme d'analyse financière qui est effectif depuis le 1^{er} septembre. Nous avons fait un premier choix de limiter le périmètre aux valeurs technologiques cotées sur le marché et donc chacune de ces 220 valeurs bénéficie d'une note d'analyse quantitative publiée par MorningStar. Cette note

est mise à disposition gratuitement sur leur site et sur notre site.

Avant le 1^{er} septembre, 40 % de ces valeurs n'étaient suivies par personne et 67 % n'étaient suivies par personne ou par un seul analyste.

Le dernier point concerne un événement qui va avoir lieu lundi prochain (17 novembre), nous organisons une conférence Tech sur les marchés financiers et la technologie, c'est la première qui a lieu à Paris depuis 2005. Cette conférence réunira le monde de l'entreprise (cotée ou non), le monde de l'investis-

sement (Private Equity et Public Equity), les Pouvoir Publics, les intermédiaires financiers, les banques et les analystes. Nous estimons qu'il y a un énorme potentiel en bourse pour redynamiser et ouvrir davantage les marchés à notre économie numérique et digitale. Cela sera l'occasion d'annoncer un certain nombre d'initiatives que nous allons prendre et qui seront effectives dès le Q1 2015 pour aider ces entreprises à améliorer leur visibilité sur les marchés et à être en contact direct avec les investisseurs et les intermédiaires. ■

Quelles perspectives pour LCH.Clearnet ?

Christophe Hémon

Directeur Général,

LCH.CLEARNET S.A.

et Membre du Conseil d'Administration,
AFTI

Je voudrais revenir tout d'abord sur le calendrier réglementaire, pour faire un ou deux petits rappels parce qu'ils me semblent importants en ce qui concerne le monde de la compensation.

Tout d'abord dans notre cas, LCH.Clearnet SA a été certifié EMIR au mois de mai et je pense que nous sommes la seule chambre de compensation qui n'ait pas eu de vote négatif au Collège des Superviseurs.

Maintenant, si nous voulons faire un changement en ce qui concerne notre politique de gestion des risques, nous devons passer à nouveau devant le Collège qui va nous poser des questions tout au long du processus avant de donner un avis. Mais, ça n'est pas tout, parce qu'ensuite il y a l'ESMA, qui doit également donner son avis avec un calendrier (qui n'est pas encore tout à fait fixé) pour tout ce qui touche aux produits OTC. En termes de concurrence et d'equal footing cela veut dire que notre plus gros concurrent ICE, qui est largement le leader en Europe et qui n'est pas certifié EMIR peut dire « eh bien si vous m'embêtez un peu trop je retourne aux États-Unis et je vais assurer la compensation des indices en euros depuis les États-Unis ». Le calendrier réglementaire n'est malheureusement pas complètement allégé et il est en cours d'exploration ce qui est normal parce que EMIR est très neuf. Je ne reviendrai pas sur les CDS puisque Jean-Baptiste Coiffet et Jean de Castries ont très bien couvert le sujet auparavant.

« EMIR 2 ? » ce n'est pas ironique, c'est tout simplement parce que l'ESMA va revoir tout le fonctionnement et va rapporter à la Commission. Le calendrier a déjà été couvert à plusieurs reprises pour ce qui concerne plusieurs acteurs donc je n'y reviendrai pas.

En ce qui concerne les dérivés listés, les commodities, le cash et le cash equity, nous souhaitons afficher un partenariat avec nos clients et régulateurs de manière à bien mettre en place la gouvernance qui régit ces différents contrats. Anthony Attia participe au Conseil d'Administration de LCH.Clearnet SA, et nous avons un certain nombre de groupes de travail, très intéressants et très enrichissants avec les acteurs de la place, dont les grandes banques, qui nous permettent de réfléchir ensemble sur les produits que nous pourrions livrer de manière commune et sur le calendrier à proposer puisqu'il y a aussi parfois des adaptations, des ajustements à faire du côté utilisateurs. Nous intégrons également notre représentant des risques dans ce comité parce que nous souhaitons aller plus vite, la concurrence ne nous laisse pas toujours beaucoup de temps et donc nous souhaitons réunir tous les atouts de notre côté (Euronext et LCH.Clearnet SA) de manière à réussir au mieux.

Comme Eric Forest l'a évoqué tout à l'heure, nous n'avons jamais livré autant de produits pour Euronext, à peu près 300 et il y en a forcément beaucoup moins que ceux qui sont lancés et c'est normal. Nous souhaitons réfléchir et travailler le plus possible avec les banques et les représentants des tables des banques de manière à bien cibler et à nous assurer que les livraisons de produits sauront satisfaire les utilisateurs.

Sur les commodities, le contrat sur le blé est un contrat important qui va être revu de manière commune avec Euronext. Ce soir aura lieu le lancement d'un contrat hybride qui contient à la fois une composante huile, tourteau et grain et ce de manière à répondre aux besoins de la filière agricole.

En tant que chambre de compensation, sur les commodities nous devons nous assurer de la livraison. La livraison physique doit être respectée, donc à charge pour nous de nous assurer que nous pouvons livrer.

Certains chantiers sont en cours, dont le passage au T+2 sur lequel Brigitte Daurelle reviendra sans doute.

Il y a également ce que l'on pourrait appeler la phase zéro pour le passage à T2S avec les adaptations avec la Banque Nationale de Belgique.

Nous avons également toute la livraison de la partie EMIR, la partie visible (la structure de comptes) avec le fait de proposer et non pas d'imposer des structures de comptes aux clients, de les revoir également avec eux pour essayer de les adapter parce que certains choix qui ont été faits avant EMIR ne sont peut-être pas judicieux et il convient d'aider le client et de nous assurer que sa structure correspond le mieux possible.

Et puis, il y a d'autres chantiers sur la gestion du collatéral avec la mise en place d'un outil CMS qui sera un outil sur web de manière à éviter la suppression des fax mais qui permettra en tout cas l'utilisation d'un outil beaucoup plus sophistiqué.

En ce qui concerne le risque framework pour le cash equity et les dérivés listés c'est un chantier dont nous avons parlé avec les équipes d'Euronext parce que nous sommes souvent perçus comme étant une chambre de compensation un peu trop conservatrice. Comme le rappelait Jean-Baptiste Coiffet tout à l'heure, l'utilisation du collatéral est un souci, un point-clé pour les utilisateurs et pour les banques et en fait ce que nous regardons c'est la manière dont nous pouvons nous rapprocher de ce fameux 99.5 % qui est l'intervalle de confiance défini dans le cadre d'EMIR. Nous allons passer à notre comité des risques et donc au Collège un certain nombre de suggestions de baisse, ce qui va être un petit peu novateur parce que souvent le Collège EMIR demande au contraire à certains de nos concurrents de hausser leurs marges de manière à être compliant. Nous allons les baisser tout simplement parce que nous souhaitons aider et repositionner le mieux possible notre partenaire Euronext pour que nous puissions récupérer des parts de marché sur le marché hollandais. Nous souhaitons nous positionner le mieux possible de manière commune parce que sur chaque pro-

Quelles perspectives pour LCH.Clearnet ?

duit, et c'est une constatation que nous avons faite, nous sommes un peu au-dessus de cet intervalle de confiance. La sécurité c'est bien et il n'est absolument pas de notre propos de dire que nous allons baisser en dessous de ce seuil de sécurité fixé par le Collège EMIR, mais nous allons nous mettre en conformité sans pour autant aller au-delà parce que sinon nous pénalisons Euronext et nous-mêmes. En fait c'est un travail en cours pour lequel nous avons déjà engagé une première étape au Collège du 31 octobre sur les CDS, ICE est en dessous de cet intervalle de 99.5 % et donc le Collège leur demande d'augmenter leur marge de manière à être compliants. Comme je l'ai déjà dit, ICE menace de repartir aux États-Unis avec les indices européens en disant qu'ils souhaitent rester à un niveau qui est inférieur, ce qui plaît certainement beaucoup aux utilisateurs mais je pense que c'est à mûrir, à réfléchir dans le cadre de la gestion d'un défaut.

Sur les CDS nous avons fait un certain nombre de choses et livré un certain nombre de chan-

tiers. Nous avons amélioré notre système de gestion des risques et aujourd'hui nous essayons d'approcher la partie Buy Side parce que les clients du Buy Side sont quelques fois un peu en retrait de toute l'actualité alors que d'autres, qui sont de grands intervenants du Buy Side sont quelquefois très au fait et mettent déjà en concurrence les chambres de compensation. Pour le Buy Side, une vraie réflexion doit être conduite, que ce soit sur les CDS ou sur les produits de taux. Sur les CDS, notre service fonctionne, nous essayons de développer au mieux cette activité aujourd'hui en élargissant au Buy Side.

Un autre produit important pour nous est Euro GC+ qui a démarré il y a maintenant quelques mois. Un certain nombre de choses sont en cours de révision ou tout simplement de livraison, il y a le fait d'élargir le panier disponible à un certain nombre d'autres pays, il y a le point concernant l'interopérabilité entre Euroclear France et Euroclear Banque puisque certains pays ne sont pas éligibles en Euroclear

France. Il y a le fait d'élargir le cut-off time de manière à répondre au mieux aux demandes des Repo Traders, parce qu'aujourd'hui un problème de règlement livraison se traduit inévitablement par un problème de cash en fin d'après-midi, et, avoir cet outil en fin d'après-midi peut permettre de résoudre ou d'éviter un certain nombre de problèmes. Il y a également la contribution au Default Fund. Celle-ci a été calibrée de manière un peu optimiste au départ, la contribution fixée à 20 millions aujourd'hui pour chaque utilisateur est clairement jugée comme étant un peu trop importante, donc nous allons recalibrer cette contribution sans compromettre le périmètre de gestion des risques mais en l'adaptant de manière à être plus concurrentiels face à Eurex. Enfin, nous réfléchissons à ouvrir le produit au dollar.

CDS Road Map



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

Q3 / Q4 2014

- **Mandatory & Regulatory achievements**
 - Successfully delivered changes to support 2014 ISDA Definitions

2015 Focus

- **Improving dealer liquidity**
 - IDB & middleware liaison
 - Improvement of collateral management
- **Product & service enhancements to better match market demand**
 - For clients:**
 - Additional account structure
 - Product expansion
 - Connection to Trade sources
 - For members:**
 - Risk improvements
 - Product expansion
 - Service performance & control improvements

Quelles perspectives pour LCH.Clearnet ?

Sur les Fixed Income Buy Side, comme vous pouvez le constater la partie non compensée aujourd'hui représente à peu près 50 % de l'activité sur le repo. Nous avons entamé une étude pour essayer de sonder les besoins des utilisateurs sur ce segment de manière à pouvoir calibrer un produit qui puisse répondre à leurs attentes et qui leur permette de devenir EMIR Compliant. Compte tenu de la masse d'opérations traitées, il est important pour nous de développer ce secteur avec des avantages bien connus de balance sheet netting pour les clients, ce qui nous permettra à la fois de répondre à leurs demandes mais également de diversifier notre fonds de commerce puisqu'aujourd'hui nous avons essentiellement des acteurs du Sell Side. Je pourrais parler également de Securities Lending puisque dans un des ateliers communs avec Euronext, certains utilisateurs nous ont parlé de la compensation du prêt-emprunt puisqu'il ne faut pas oublier que dans le cadre de Bâle III cette activité sera un peu plus consommatrice en fonds propres. Il peut donc y avoir un intérêt non négligeable à compenser (paniers cash equity ou paniers hybrides).

LCH.Clearnet SA a passé les stress-tests. Pour être tout à fait franc, nous n'avions pas trop de doutes sur le fait que nous allions passer les stress-tests, non pas par arrogance mais tout simplement parce que nous avons le statut bancaire. Nous sommes toutefois une banque particulière parce que nous n'avons pas toute la palette de produits et services d'un BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole ou Natixis. L'activité bancaire pour nous se réduit, sans que ce soit pour autant péjoratif, à notre activité de placement, tous les jours les montants correspondant aux appels de marge représentent entre 10 et 12 milliards d'euros. Nous avons essayé de démontrer à la BCE que nous n'étions pas tout à fait une banque comme les autres parce qu'il y a une contribution au fonds de résolution qui a été mis en place par la BCE, donc si la chambre de

compensation doit y contribuer, cela a inévitablement un impact sur nos fonctions. Nous avons réussi à ne pas être dans ce premier champ mais c'est quand même un reporting réglementaire qui est assez lourd et contraignant.

Concernant T2S, Brigitte Daurelle ne pourra pas ne pas en parler donc je n'irai pas dans le détail. C'est un gros sujet et un gros chantier pour nous, la vague 1 est déjà bien engagée puisque nous compensons comme vous le savez les 2/3 de la dette italienne à Paris.

Je dirai en conclusion que pour nous le partenariat avec Euronext est vital, car il représente 50 % des revenus de LCH.Clearnet SA, non pas seulement à Paris mais aussi à Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne. Le partenariat avec Euroclear est également important puisque nous avons développé Euro GC+ ensemble et nous travaillons ensemble au quotidien. ■

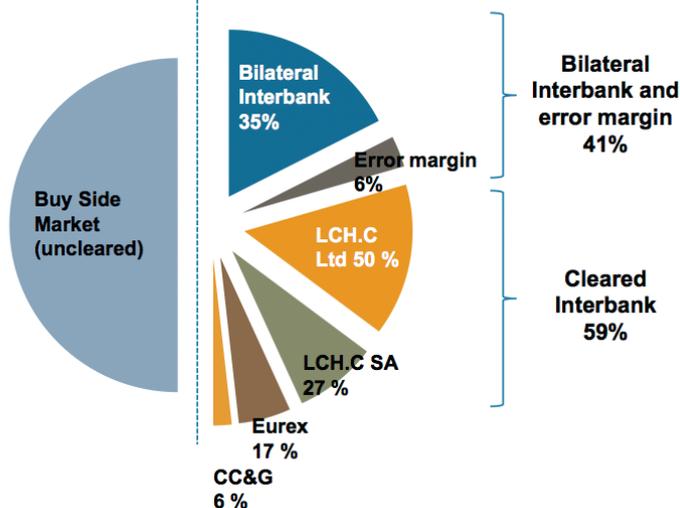
Fixed Income – Buy Side



Estimated Total European Fixed Income Repo Market : €9 114bn (source ICMA 2013)

Estimated Buy Side Repo Market : €4 557bn

Estimated Interbank Repo Market : €4 557bn



Perspectives :

- Capture the current uncleared Buy-Side Repo Market (estimated at €4.5trn)
- Development of Client Clearing framework with Members without impacting existing Members' relationships
- Provide clients with Balance Sheet netting & robust intra-day margining framework
- Financial Stability Board likely to mandate haircuts for Bank to Client Repo trades as part of Shadow Banking Review (reporting and transparency mandates) due Q1'15
 - Vote by Q1 2015 regarding
 - reporting obligation to DTR
 - Transparency obligation (collateral re-use)
- Secured lending more capital efficient than unsecured lending under Basel III
- Ongoing works with
 - **Sell side** to design the business model
 - **Buy side** to test their appetite

Quelles perspectives pour Euroclear ?

Brigitte Daurelle

Secrétaire Générale,
EUROCLEAR FRANCE

Beaucoup de choses ont déjà été dites sur le fait que notre industrie vit une période particulièrement riche et intense. C'est vrai aussi pour les infrastructures de marché et plus précisément pour les dépositaires centraux. Lorsque l'on parle de changements pour les dépositaires centraux, deux grands thèmes viennent très naturellement à l'esprit : T2S et le règlement CSD. En réalité, ces deux drivers de changements évidents pour nous s'inscrivent dans un environnement réglementaire beaucoup plus large, qui affecte nos utilisateurs et qui fait naître de nouveaux besoins.

Je parcourrai avec vous quelques-uns des challenges qui s'offrent à nous dans ce nouvel environnement et je commenterai nos efforts pour faire évoluer notre offre de service afin d'offrir une palette de choix la plus large possible à nos utilisateurs autour des deux concepts : le concept d'optionnalité et le concept d'architecture ouverte.

Je vous propose quelques commentaires préliminaires sur les tendances que nous percevons tous à des degrés variables.

Target 2 Securities entraînera évidemment des changements en profondeur pour l'ensemble de l'industrie et poussera certainement à un recours accru à la monnaie Banque Centrale. C'est un des drivers fondamentaux de notre industrie pour le futur.

Deuxième point que nous connaissons tous : la pression continue sur les coûts et la recherche d'efficacité opérationnelle, qui sont devenues des invariants et amènent les acteurs à se réinterroger sur leur positionnement, leur stratégie et leur façon d'accéder aux marchés locaux.

Les aspects réglementaires et la gestion du risque poussent quant à eux à une recherche de plus grande transparence, mais aussi à des besoins accrus en matière de mobilisation rapide et efficace du collatéral et à une recherche d'accès direct et centralisé à la liquidité.

Enfin, le règlement CSD amènera plus de concurrence dans le monde des CSD, avec notamment la possibilité de « passeporter » les activités de CSD et le concept de libre choix du CSD par l'émetteur.

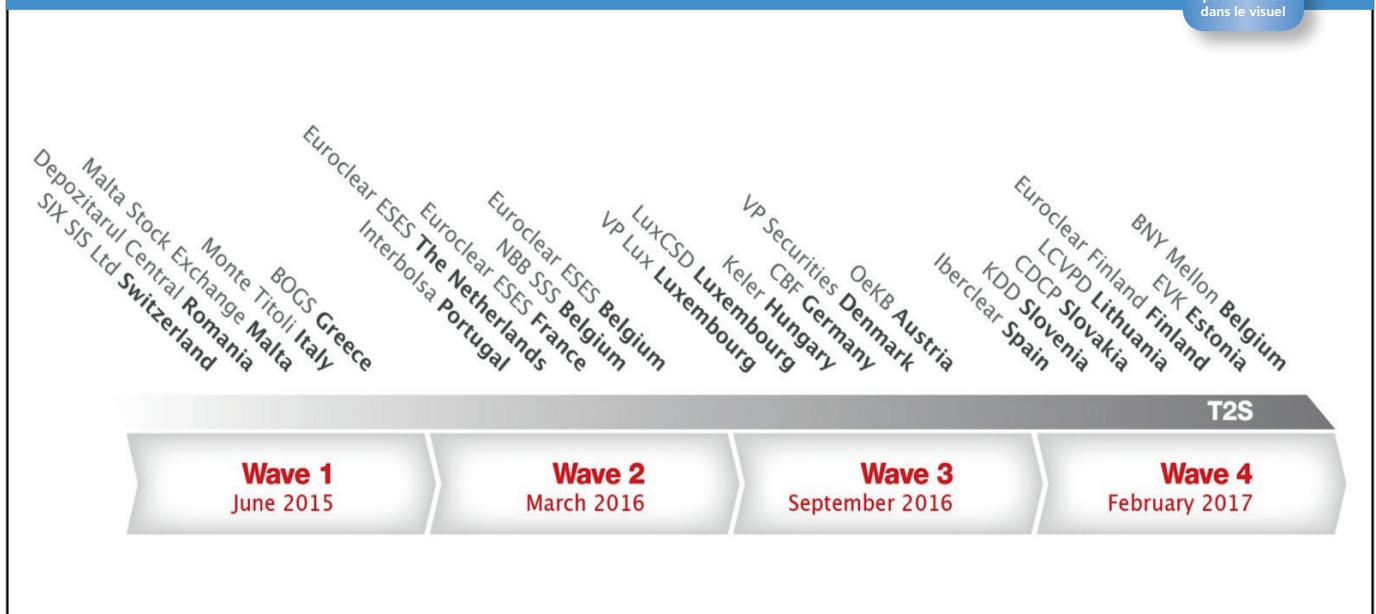
Commençons par T2S. La vague 1 c'est demain, et la vague 2 qui concerne les marchés ESES suivra très rapidement en mars 2016.

T2S est un projet gigantesque chez nous, et nous vivons actuellement un pic historique en matière d'investissement informatique. C'est d'autant plus vrai que l'on ne se contente pas de T2S, puisqu'en parallèle, nous travaillons collectivement à la poursuite des efforts d'harmonisation, que ce soit au travers du projet T+2 qui vient d'être lancé, ou pour la mise en œuvre des standards européens en matière de gestion des OST (projets CSE 5 et 6 à venir). Sur T2S, le planning est tendu mais maîtrisé. À ce stade les résultats des tests réalisés avec l'ECB sont plutôt encourageants, et nous espérons une confirmation dans les mois de tests qu'il nous reste à opérer avant la connexion.

T2S is coming soon...



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



Quelles perspectives pour Euroclear ?

Nos équipes sont mobilisées pour accompagner vos établissements vers cette étape majeure que constitue T2S, en assurant le maintien de l'ensemble des services que vous connaissez dans le cadre d'ESES (à la petite exception près des pensions livrées), et en offrant des facilités de connexion flexibles et optionnelles. Nous permettrons notamment aux utilisateurs de continuer à travailler en messagerie 15022, et/ou de conserver leur structure de compte s'ils le souhaitent.

Mais T2S ce n'est pas seulement une migration technique, c'est aussi l'opportunité pour chaque établissement de se réinterroger sur la gestion de sa liquidité, sur la rationalisation potentielle des accès aux marchés locaux, sur l'éventuel l'accès à de nouveaux marchés. À cet égard nous travaillons également à offrir une palette de choix ou d'options de façon à ce que chacun des établissements, en fonction des besoins qui lui sont propres et des marchés qu'il souhaite couvrir, puisse choisir une des options ou les panacher.

Au côté de l'offre bien connue d'accès via un ICSD Euroclear Bank pour le groupe s'ajoutent désormais deux modes d'accès aux marchés locaux :

- Direct CSD Access qui permet à un établis-

sement de localiser les avoirs directement dans le CSD local, avec un compte opéré par l'ICSD.

- Single CSD Access qui permet à un établissement de détenir l'ensemble des valeurs de la zone euro auprès de son CSD préféré en ayant accès à un niveau de gestion de la fiscalité et des OST équivalent à celui que l'on peut connaître aujourd'hui chez un ICSD.

Je parlais en introduction d'optionalité et de choix, ces offres peuvent se combiner en fonction de la stratégie de chaque établissement. Les choix peuvent également s'opérer dans le temps et je dirai qu'à cet égard la plupart des établissements avec lesquels nous sommes en contact sont encore en cours de réflexion quant à leur stratégie d'accès aux marchés locaux dans le cadre de T2S. Il y a cependant des exceptions et je suis heureuse que l'offre Single CSD Access ait d'ores et déjà retenu l'attention de l'un des acteurs majeurs de l'industrie, ce qui nous conforte dans la pertinence de notre approche.

Je voudrais continuer sur un petit zoom sur le collatéral qui est extrêmement important pour nous. Christophe Hémon a axé une partie de sa présentation sur le lancement

d'Euro GC+. Ce lancement est encore relativement récent, et c'est certainement la raison principale pour laquelle nous ne sommes pas encore au niveau d'encours auquel on peut prétendre. Rappelons que la capacité à mobiliser rapidement le collatéral et à le faire circuler efficacement est un enjeu-clé pour l'industrie. Aussi avons-nous développé, en partenariat avec la Banque de France et LCH. Clearnet SA, une offre qui couvre trois segments : le refinancement Banque Centrale, le bilatéral et une offre de paniers compensés par LCH. Clearnet SA baptisée Euro GC+.

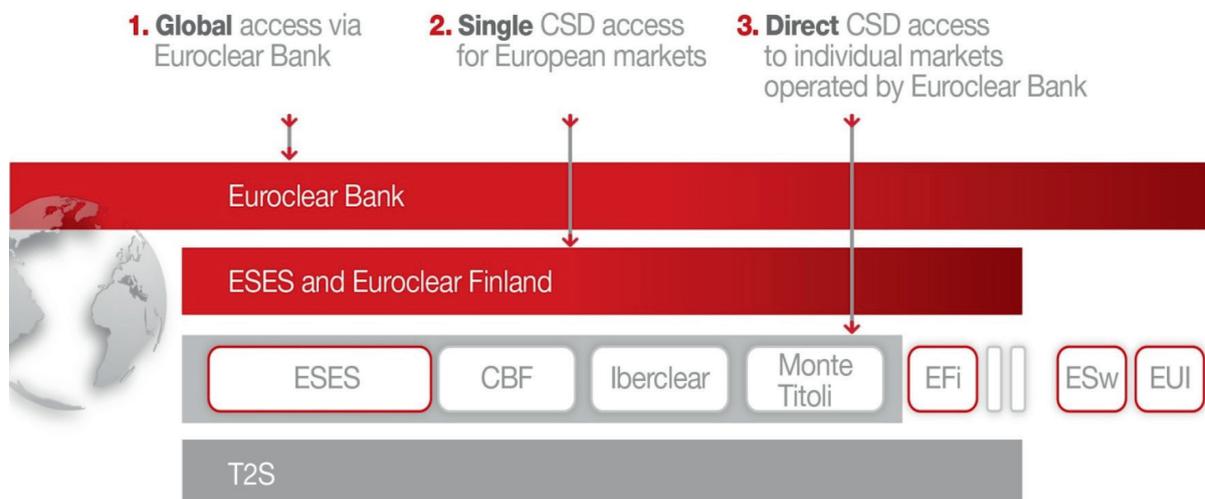
J'évoquais le concept d'architecture ouverte. Il est clé dans la façon dont nous avons pensé cette offre de service en matière de collatéral. La solution technique que nous avons construite repose en effet sur un concept d'intra opérabilité avec Euroclear Bank et permet à des utilisateurs d'utiliser le triparty en laissant leurs avoirs localisés au niveau du CSD Euroclear France, tout en pouvant de facto accéder à des contreparties internationales. Je saisis l'opportunité pour indiquer que l'on va étendre notre offre au marché hollandais. On enregistre déjà 40 milliards d'encours qui sont traités sur l'offre Collatéral ESES et nous misons sur un fort développement de l'offre Euro GC+ dans les mois à venir.

T2S made easy



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

3 ways to access



Quelles perspectives pour Euroclear ?

Autre enjeu d'envergure pour les années à venir : il est clé de pouvoir mobiliser les énergies pour fidéliser la communauté des émetteurs sur les marchés Euronext et bâtir un environnement propice à en attirer de nouveaux. Les CSD ESES sont, et de loin, les plus gros en Europe en matière d'avois conservés et c'est au total près de 7 000 milliards d'avois qui sont détenus dans les CSD ESES. Le règlement CSD va permettre aux émetteurs de choisir librement leur lieu de dépôt et donc il est important, dans ce contexte, que la place se mobilise autour de ses infrastructures pour renforcer leur attractivité et s'assurer que le choix naturel reste ou devienne un choix ESES.

Dans le domaine des actions, le choix du CSD est souvent un choix par défaut qui est largement dicté par la place de cotation et à cet égard l'engagement renouvelé de Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne autour d'Euronext avec une prise de participation importante du Groupe Euroclear, constitue

un élément stratégique-clé des dynamiques futures.

En ce qui concerne les produits de taux, il est probable que l'attraction T2S poussera à une émission plus fréquente en structure CSD et dans ce contexte il importe que l'on prête attention à l'activité des CSD pour les Eurobonds. Nous avons déjà au sein d'Euroclear France 1 000 milliards d'encours d'Eurobonds, et nous bénéficions d'une véritable expertise collective qui s'est bâtie au cours des années sur notre capacité à structurer ce genre de produits pour les besoins des émetteurs. Il y a eu le lancement des programmes EMTN qui ont marqué une étape très importante dans le développement de ces produits. Nous avons maintenant la possibilité d'avoir des offres TPI pour les porteurs d'obligations, ce qui constitue un atout singulier de la Place de Paris et me semble de nature à fidéliser - voire à attirer - un nombre certain d'émetteurs obligataires.

Enfin sur les OPC, nous sommes convaincus que T2S sera porteur d'une opportunité pour pouvoir positionner Paris comme un centre de distribution en T2S et il s'agit là encore d'un sujet sur lequel nous devons travailler ensemble, en tant que Place, pour le futur.

Aussi saluons-nous l'initiative Paris 2020 qui nous donne une formidable plateforme pour organiser nos réflexions de Place et renforcer la colonne vertébrale que constituent les infrastructures de marché.

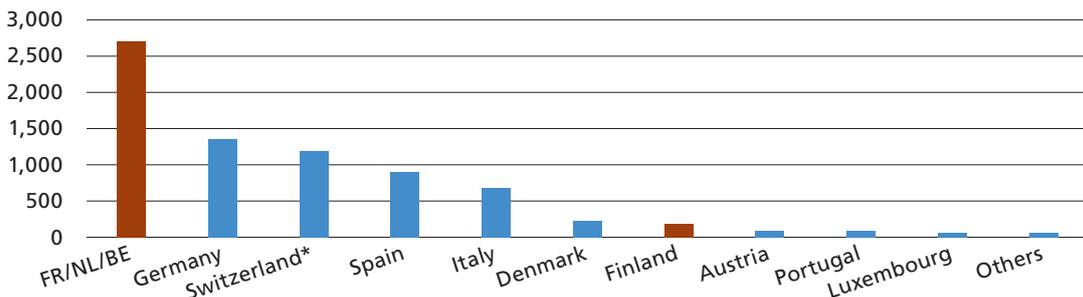
Petit rappel en guise de conclusion : il y a plus de 42 CSD en Europe. Y aura-t-il consolidation et à quelle échéance ? Je suis pour ma part persuadée que oui, sous la double impulsion de T2S et du règlement CSD. Je ne me risquerai en revanche à aucun pronostic quant à un quelconque horizon de temps, mais soulignerai simplement que les CSD ESES sont bien positionnés pour jouer un rôle actif dans la recomposition du paysage post T2S. ■

Issuer CSD

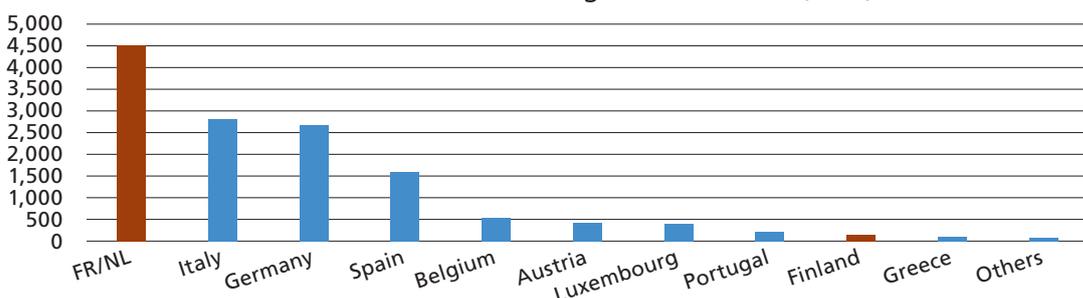


Protect and grow

Equities marketcap of T2S markets (BN€)



Fixed income outstanding of T2S markets (BN€)



Axes projet du Comité pour la Place Financière de Paris 2020

Alain Pithon

Secrétaire Général,
PARIS EUROPLACE

Je retiens avec beaucoup de plaisir les mots d'encouragement que vous avez donnés sur le Comité Place de Paris 2020. Je crois que ce qui est important c'est que la démarche du Comité Place de Paris 2020 ne réussira que s'il y a engagement et cohérence. Cela veut dire quoi ? Je ne vais pas vous faire un discours politique, mais simplement insister sur les conditions du succès.

Engagement cela veut dire engagement de tous les acteurs de la place, et ce que vous faites ici à l'AFTI est un très bon exemple de cette cohérence. Mais cela veut dire aussi l'engagement des pouvoirs publics (en France et au plan communautaire) et ça, c'est particulièrement important.

Cela veut dire aussi de la cohérence. Le Premier ministre a indiqué que la France avait besoin que Paris reste une grande place financière et il est évident que si l'on veut avoir un bon financement de l'économie il faut que l'on ait par définition des acteurs financiers qui tiennent la route.

Il existe un certain nombre de raisons d'espérer sur le principe même d'ailleurs de ce Comité Place de Paris. Sans refaire toute la démarche, je rappellerai qu'il a été lancé le 16 juin dernier en réunissant l'ensemble des acteurs de la place, c'est-à-dire les acteurs financiers mais aussi les émetteurs et les pouvoirs publics.

Notre calendrier est relativement serré et ambitieux et d'une certaine manière ce n'est pas plus mal car cela va peut-être nous donner une certaine contrainte, l'idée étant d'avoir deux autres réunions l'année prochaine. Vous voyez tout de suite la difficulté d'avancer sur des « quick wins » qui vont montrer qu'effectivement nous prenons des mesures pour que cette place financière puisse jouer son rôle comme par exemple sur le financement des PME, l'environnement fiscal et réglemen-

taire. Cela dit, nous nous félicitons de notre expertise, en particulier dans vos métiers mais aussi en matière de gestion d'actifs, mais nous ne voyons pas forcément la cohérence d'ensemble. Un certain travail est à faire sur la remise à plat de la stratégie et là-dessus d'ailleurs nous allons nous faire aider par McKinsey car c'est intéressant d'avoir un regard extérieur afin de nous donner des éléments de comparaison européens. Ce qui se passe sur le RMB est très significatif de notre capacité à être dans la course par rapport à nos concurrents.

Pour entrer un peu plus précisément dans les différents chantiers je rappellerai rapidement nos trois objectifs :

- Financement de l'économie,
- Allocation de l'épargne dans notre pays,
- Construction de la stratégie.

Pour essayer d'illustrer cela, peut-être quelques points sur nos chantiers :

Il y a d'abord des choses qui sont déjà en cours, notamment ce qui concerne les Euro PP, les placements privés sur lesquels nous avons hier une réunion à la Banque de France pour finaliser la documentation sur les contrats de prêt. L'aspect communication est important pour donner de l'information et faire la promotion de ce produit.

Des choses sont aussi prévues sur le marché des TCN, ainsi que des éléments un petit peu plus précis sur les marchés de la réassurance, la distribution des fonds, le capital investissement, avec l'idée d'un nouvel instrument, une sorte de Limited Partnership qui serait un nouveau véhicule. Sera-ce un véhicule de plus ? Eh bien, pas vraiment puisque ce serait un cadre qui permettrait d'être assez compétitif par rapport au Luxembourg. Enfin, le marché secondaire obligataire et la tenue de marché seront concernés.

Nous avons eu des éléments rassurants sur la question des dérivés dans la TTFE. Le champ serait très limité. Il y a un débat potentiellement très important et peut être très domma-

geable pour nous sur la définition de la tenue de marché. Nous avons réussi à obtenir dans le projet français une définition très large de la tenue de marché. Évidemment, il faut faire attention à ce qu'au plan communautaire on ne revienne pas complètement en arrière et c'est un peu le sens actuel du projet.

Cette action « Comité Place de Paris » est un défi avec évidemment le souci de faire travailler ensemble les acteurs mais aussi d'être plus focalisé sur les grands débats européens. Il existe des sujets transversaux sur lesquels il sera peut-être important que Paris Europlace se mobilise, un des éléments est l'environnement fiscal et réglementaire. C'est qu'il y a certes des sujets français, mais il y a aussi beaucoup de choses à faire sur le plan communautaire. Sur la question du droit des titres, il faut continuer à être très vigilants. À propos du livre vert sur le financement à long terme de l'économie, il y a des propositions intéressantes. Nous avons poussé nous-mêmes avec l'ensemble des acteurs de la place et les associations professionnelles des sujets tels que les fonds d'investissement de long terme, là aussi il faut agir pour que la Commission et le Parlement européen mettent en œuvre ces orientations.

Concernant les sujets d'environnement qui ont une portée beaucoup plus large, qui dépassent le seul cadre de la place financière, tout l'enjeu de l'exercice est de se dire que ce n'est pas simplement de faire plaisir aux acteurs financiers, c'est de dire qu'une place comprend des acteurs financiers, des émetteurs et donc la question de l'attractivité et du maintien en France des sièges sociaux est importante. Un rapport de l'Inspection des Finances est en cours. Des études sont en cours pour essayer d'améliorer le régime des impatriés sur les questions d'épargne salariale ou d'actions gratuites et même de stock-options. Enfin, la question de la mobilisation des collaborateurs au sein de l'entreprise est un élément important.

Après il y a aussi des éléments sur le coût du travail, sujet beaucoup plus complexe. Les

Axes projet du Comité pour la Place Financière de Paris 2020

études montrent l'écart très important à la fois pour l'employeur en tenant compte des charges sociales mais aussi pour le salarié lui-même entre la France et le Royaume-Uni et par rapport au Luxembourg. Nous avons en tête la question de la taxe sur les salaires.

Le dernier élément, c'est la fiscalité de l'épargne. Nous continuons à plaider pour que l'on remette les choses à l'endroit.

Enfin, concernant la stratégie, je crois qu'il faut se poser des questions telles les ruptures technologiques, l'innovation et son financement, la place de l'euro par rapport aux autres monnaies dominantes.

Je me permets d'insister à nouveau sur l'importance de chacun des acteurs et de l'expertise qu'ils apportent.

Nous ne savons pas toujours valoriser l'innovation des PME. Le pôle de compétitivité a labellisé depuis sa création 500 projets. Si je mentionne ce point c'est à la fois pour m'en réjouir mais aussi pour souligner qu'il ne faut pas simplement labelliser les projets, il faut aussi que ces projets se développent.

En matière de recherche financière, nous avons des atouts, l'institut Louis Bachelier par exemple, qui fédère 300 chercheurs en la matière et les places étrangères sont inté-

ressées. C'est sur l'ensemble de ces palettes métiers et expertises qu'il faut construire un discours et une action. Nous avons le souci de conduire les travaux sur un chemin parsemé de contraintes de court terme que l'on ne peut ignorer. L'exercice réussira si nous parvenons à construire à plus long terme.

Je vous remercie. ■

Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.

ISSN en cours.

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