

# Le collatéral à l'aube d'une nouvelle ère

En partenariat avec



## Sommaire

### Éditorial

ÉRIC DÉROBERT, *Président de l'AFTI*

1

### Le marché du repo dans un environnement qui a changé et l'impact sur l'ensemble des acteurs

Table ronde animée par

MARC TIBI

Head of Projects, BNP Paribas Securities Services

Avec

SAMIRA CLAIR

Euro Treasurer & Head of Repo Treasury Paris, BNP Paribas

FRÉDÉRIC KLEHR

Head of Client unit, Banking services, CACEIS

CAROLE UZAN

Adjointe, Division régulation des marchés, Autorité des marchés financiers

2

### Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

Table ronde animée par

ÉRIC DE NEXON

Head of Strategy for Market Infrastructures,

Société Générale Securities Services

Avec

CYRIL DE LOUCHTCHAY DE FLEURIAN

Head of Collateral Management and Securities Financing Products

Solutions for ESES, Euroclear

GABRIELE FREDIANI

Head of Business, Elixium

ALEXANDRE GAUTIER

Directeur, Direction des marchés, Banque de France

JEAN SAYEGH

Co-Head of Sovereign Bond Investments, Lyxor

HÉLÈNE VIRELLO

Head of collateral and valuation services, BNP Paribas Securities Services

6

### Les perspectives européennes: les travaux de la Banque centrale européenne (BCE)

IVAN ODONNAT

Directeur général adjoint, Direction générale de la stabilité financière et des Opérations, Banque de France

12

### Les perspectives européennes: les travaux de la Banque centrale européenne (BCE)

JOËL MÉRÈRE

Membre indépendant du Market Infrastructure Board (T2S), Banque centrale européenne, Président du T2S Harmonisation Steering Group et membre de l'EPTF

14

### Conclusion

HUGUES MAIGNAN

Chef du Bureau de l'épargne et du marché financier,

Direction générale du Trésor, Ministère de l'Économie et des Finances

16

## Éditorial

### Éric Dérobert

*Président de l'AFTI*

Il est important pour l'AFTI de partager avec le plus grand nombre les travaux menés au sein de ses groupes de travail. À l'initiative du groupe de travail *Marchés obligataires et collatéral (MOC)*, nous avons donc décidé de consacrer cet Amphi à la présentation de l'état de nos réflexions et de nos propositions pour le marché en matière de gestion du collatéral.

Nous avons toujours sécurisé nos opérations financières avec du collatéral mais au cours des dernières années, ce dernier a connu de profondes mutations. Nées de la crise de 2007-2010, les nouvelles réglementations ont initié ces changements. Des changements qui ne se limitent pas aux aspects réglementaires et opérationnels. En effet, cet écosystème a vu l'arrivée de nouveaux acteurs: chambres de compensations (CCP), dépositaires centraux (CSD) et acteurs du *buy side*. De nombreuses initiatives émanent d'ailleurs de ces nouveaux acteurs. En outre, la politique monétaire engagée par la Banque centrale européenne (BCE) à travers le lancement de son programme d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* ou *QE*), a entraîné une raréfaction du collatéral pouvant faire craindre une pénurie de celui-ci.

En tant qu'acteurs de marché, quels sont les impacts de ces changements et quelles sont les solutions que nous pouvons apporter en matière de gestion de collatéral? Telles sont les questions auxquelles nous allons nous efforcer de répondre. ■

# Le marché du *repo* dans un environnement qui a changé et l'impact sur l'ensemble des acteurs

Table ronde animée par

**Marc Tibi**

Head of Projects, **BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES (BPSS)**

Avec

**Samira Clair**

Euro Treasurer & Head of Repo Treasury Paris, **BNP PARIBAS**

**Frédéric Klehr**

Head of Client unit, Banking services, **CACEIS**

**Carole Uzan**

Adjointe, Division régulation des marchés, **AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF)**

**Marc Tibi:** L'économiste français Thomas Piketty déclarait : « On est trop habitué en Europe à bénéficier du libre-échange des biens, de la circulation des capitaux, en échange de rien ». Est-ce que c'est vraiment le cas pour nous qui savons en effet que le collatéral est un ensemble d'actifs, titres ou liquidités, servant à couvrir le risque de crédit lors d'opérations financières ? Pour nous qui connaissons également son rôle crucial pour réduire les tensions dans des marchés de plus en plus incertains, de plus en plus volatils, de plus en plus risqués. Si nous pouvons nous permettre une comparaison météorologique, l'usage du collatéral est pour nous ce que l'utilisation d'un climatiseur est en période de fortes chaleurs pour tout un chacun. Depuis quelques années déjà, mais surtout depuis la crise de 2008, nous constatons une avalanche de textes pour sécuriser les opérations financières via le collatéral. Pour commencer, nous faisons le point sur les évolutions réglementaires qui ont impacté le domaine du collatéral ces dernières années.

**Carole Uzan:** La crise de 2008 a été le point de départ d'une prise de conscience collective des régulateurs qu'il fallait davantage sécuriser les transactions financières qu'elles ne l'étaient. En effet, chaque contrepartie déterminait librement son risque de contrepartie en fonction de son propre modèle de gestion des risques. Les insuffisances en termes de gestion du risque de contrepartie ont abouti à un renforcement de la réglementation dans ce domaine. Les régulateurs ont tenu à réduire le risque de contrepartie et pour ce faire, ils ont utilisé le mode de protection dont l'industrie disposait déjà, à savoir le collatéral. En Europe, cela s'est

traduit par plusieurs textes réglementaires. Tout d'abord, le règlement CRR (*Capital Requirement Regulation*) a renforcé les exigences prudentielles pour les capitaux, les liquidités et les risques de crédit applicables aux établissements de crédit. Ensuite, le règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) a mis en œuvre les engagements du G20 concernant les marchés de produits dérivés de gré à gré (OTC) au travers de deux grands axes. Le règlement EMIR a instauré une obligation de compensation centrale pour les dérivés standardisés. Or, que font les chambres de compensation ? Elles garantissent systématiquement les transactions par un appel de marge initiale suivi d'appels de marge de variation, tant et si bien que le risque de crédit et le risque de marché sont censés être couverts. Pour les dérivés non compensés par une chambre de compensation, les contreparties doivent échanger bilatéralement des marges initiales et des marges de variation. Pour ce qui est des produits dérivés, le principe est que désormais aucune transaction ne peut se faire sans un échange de collatéral – que cette transaction soit compensée ou non.

Durant la crise, nous avons pu constater qu'un même actif pouvait être réutilisé pour garantir plusieurs transactions, et ce parfois dans des conditions de suivi qui n'étaient pas forcément opportunes. Fort heureusement, ce n'était pas le cas en France puisque nous avons un système de comptabilisation qui interdit toute « inflation de titres ». Néanmoins, les régulateurs ont tenu à restreindre les conditions de circulation du collatéral en posant un principe d'interdiction de sa réutilisation. Plusieurs réglementations prévoient en effet que les actifs remis en

garantie, avec ou sans transfert de propriété, ne puissent pas être réutilisés par leur bénéficiaire. D'autres posent des limites à la réutilisation de ces actifs. Ainsi les exigences applicables aux produits dérivés non compensés centralement prévoient des règles différentes selon que le collatéral est remis sous forme de titres ou d'espèces.

Il est vrai que cette double réglementation – augmentation de la demande de collatéral d'une part et d'autre part restriction des conditions de sa réutilisation – a pu inciter certains à envisager l'existence d'une éventuelle pénurie ou raréfaction de ce collatéral. De nombreuses études ont été menées sur le sujet. Elles ont montré qu'il n'y avait pas nécessairement de pénurie de collatéral au niveau mondial, mais qu'il pouvait y avoir une répartition inégale de celui-ci, avec des poches de liquidité chez certains acteurs qui manquent à d'autres.

**Marc Tibi:** En tant qu'acteurs de marché, quelles sont les répercussions de ces évolutions réglementaires sur l'organisation de vos structures ?

**Frédéric Klehr:** Il y a encore quelques années, le collatéral était utilisé comme une garantie répondant à des exigences contractuelles de principe plutôt que réelles. Désormais, il est placé au cœur de la négociation et donc de l'organisation de nos structures.

Les évolutions réglementaires dans ce domaine ont un impact sur l'organisation de nos structures (*front-office to back-office*) puisque les services juridiques sont désormais nécessaires

### Le marché du repo dans un environnement qui a changé et l'impact sur l'ensemble des acteurs

pour mettre à jour les aspects contractuels. Nous aimerions pouvoir réaliser, dans des délais raccourcis, davantage d'opérations mais nous sommes tributaires des contraintes que ces nouvelles réglementations nous imposent.

Nous constatons aujourd'hui des échanges de papiers de bonne qualité et de taille plus importante que ces dernières années. Les actions, les obligations et les *Exchange Traded Funds (ETFs)* sont aujourd'hui utilisés comme collatéral alors que jusqu'à présent, il s'agissait essentiellement de titres d'État d'excellente qualité (*govies*) ou de *cash*. Traiter cette diversité plus importante de titres nécessite des adaptations importantes de nos systèmes informatiques.

Par ailleurs, de nouvelles solutions ont été mises en œuvre pour limiter le risque au niveau du règlement/livraison et le risque de couverture, induits par ces changements (taille et diversité de titres). Des solutions de gestion tripartite du collatéral ont été développées par les deux dépositaires internationaux (Clearstream et Euroclear) et des banques dépositaires (Bank of New York Mellon et JP Morgan), pour ne citer qu'eux. Elles permettent de fluidifier les échanges, d'absorber les volumes et d'éliminer le risque inhérent à la gestion bilatérale.

**Samira Clair:** Notre mission principale, en tant qu'ALM Trésorerie de BNP Paribas, est le refinancement du groupe et de ses filiales. Dans ce cadre, nous devons optimiser la gestion de la liquidité. Sous l'effet des crises, nous avons vu apparaître un certain nombre de ratios réglementaires, dont le respect est aujourd'hui omniprésent dans notre gestion au quotidien. Toute décision d'intervention sur les marchés financiers nécessite une analyse de son impact sur ces ratios réglementaires. C'est un prérequis indispensable. En outre, la fréquence de suivi de ces ratios réglementaires s'est accrue. C'est ainsi, par exemple, que le *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* fait l'objet d'un suivi quotidien au niveau du front-office. La situation est telle que nous n'envisageons pas de réaliser une opération qui puisse engendrer une dégradation de notre objectif LCR. De plus, nous suivons sur une base trimestrielle un autre ratio, *Risk Weighted Assets (RWA)*, qui représente la consommation en fonds propres. Au regard de la contrepartie avec laquelle nous allons traiter, nous évaluons l'impact de sa consommation

en fonds propres puisque la consommation en fonds propres dépend du rating de cette dernière. En fin de trimestre, nous ne pouvons déroger au respect de ces deux ratios.

Dans ce nouvel environnement et au regard du fait que le marché interbancaire est en souffrance depuis les crises de 2008 et 2011, nous avons opéré une « migration » vers un produit qui était historiquement utilisé dans le cadre des activités de marché des capitaux au sein du groupe BNP Paribas et qui est devenu pour nous un produit du marché monétaire sécurisé, c'est-à-dire contre-garanti, permettant de gérer la liquidité. Ce produit, baptisé Euro GC+, a été lancé sous l'impulsion de la Banque de France. Nous avons participé activement au projet afin que ce produit puisse être mis en place dans les meilleures conditions possible. C'est un produit de gestion tripartite du collatéral avec compensation qui permet d'éviter le risque de contrepartie puisque la chambre de compensation (CCP) s'interpose dans chacune des opérations. Nous utilisons ce produit principalement pour gérer notre liquidité en situation d'excédent de liquidité. Nous l'avons utilisé lors de périodes au cours desquelles nous avons pu replacer notre liquidité à un taux supérieur à celui de la facilité de dépôt puisque nous avons accès à la banque centrale et que tous les soirs nos excédents de liquidité y sont placés.

Au regard des effets des crises passées mais aussi, aujourd'hui, ceux du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne, il est apparu nécessaire de monétiser le *buffer* de collatéral. Nous réalisons donc assez régulièrement mais dans une moindre mesure, des opérations de *repo* via Euro GC+ visant à monétiser notre *buffer* de collatéral.

**Frédéric Klehr:** Le respect des ratios réglementaires est fondamental. Effectivement, nous cherchons à négocier les opérations afin d'optimiser certains ratios. Nous constatons aujourd'hui un turnover des opérations plus important qu'il ne l'était auparavant. En outre, nous connaissons une industrialisation importante des flux dans le domaine du collatéral et cette industrialisation nécessite des systèmes robustes et des capacités de développement et d'adaptation, en respect des contraintes qui nous sont imposées, pour être un acteur majeur sur ce marché – un avantage, à n'en pas douter,

pour les grands établissements qui peuvent plus facilement mobiliser en interne des ressources et ce, dans des délais extrêmement réduits.

**Marc Tibi:** À quoi pourrions-nous nous attendre en matière de réglementation dans les mois et les années à venir ?

**Carole Uzan:** Nous sommes maintenant entrés dans une phase de mise en perspective de toutes ces nouvelles réglementations. Les régulateurs s'interrogent sur le fait de savoir si finalement toutes ces réglementations répondent bien à l'objectif initial qui était de sécuriser les transactions. Plusieurs initiatives sont menées pour mesurer les effets combinés de ces réglementations et répondre à cette question.

Dans le cadre du règlement EMIR, des réflexions sont en cours sur l'opportunité de soumettre toutes les contreparties à l'obligation de compensation centrale puisque ce dernier s'applique aujourd'hui à l'ensemble des contreparties, y compris les plus petites. Par exemple, un fonds qui conclue occasionnellement un *swap* pour couvrir son risque de taux ou son risque de change, est capté par le règlement au même titre que la contrepartie bancaire dont les volumes ne sont pourtant pas comparables.

Nous n'attendons pas une remise en cause des réglementations actuelles. Néanmoins, des ajustements à la marge sont toujours possibles avec pour objectif de renforcer la proportionnalité des obligations prévues par les textes mais aussi de s'assurer de la cohérence de ces derniers. L'Autorité des marchés financiers (AMF) soutient le renforcement de la proportionnalité et la mise en cohérence des textes ainsi qu'elle l'a souligné dans son document sur les priorités en matière de révision du règlement EMIR publié récemment.

**Marc Tibi:** Après les évolutions réglementaires, intéressons-nous à *TARGET2-Securities*, la plateforme européenne de règlement/livraison en monnaie banque centrale, développée par la Banque centrale européenne. Quelles ont été les changements liés à sa mise en œuvre dans vos établissements respectifs notamment en matière de comportement et d'organisation ?

**Frédéric Klehr:** L'introduction de *TARGET2-Securities* a eu des impacts sur la négociation

## Le marché du repo dans un environnement qui a changé et l'impact sur l'ensemble des acteurs

titres et la gestion de la trésorerie espèces. En donnant un accès à de nombreux marchés, *TARGET2-Securities* a entraîné un élargissement des heures limites de dénouement (*cut-off*) pour les opérations, dont l'impact sur les sous-jacents négociés est un allongement des délais. Cet allongement des délais s'accompagne d'une exposition qui doit être gérée quotidiennement, au fil de l'eau. Ainsi, au lieu de procéder à un appel de marge basé sur un dénouement stable et relativement tôt dans la journée, nous pouvons désormais réajuster régulièrement notre exposition grâce à un dénouement qui a lieu plusieurs fois en cours de journée, sur une plage horaire élargie.

*TARGET2-Securities* a permis la centralisation de la gestion de la trésorerie espèces. Au lieu d'avoir un compte ouvert dans la banque centrale de chacun des marchés couverts par T2S, nous pouvons désormais gérer notre trésorerie à partir d'un compte unique bénéficiant ainsi d'un effet de *netting* – ce qui n'est pas sans rappeler le modèle de gestion mis en place pour les trois marchés du groupe Euroclear (Belgique, France et Pays-Bas) dans le cadre ESES.

**Samira Clair:** *TARGET2-Securities* a été une des évolutions attendues par les opérateurs de marché puisque nous en bénéficions finalement de façon indirecte. Cela nous permet en effet d'agir sur une plage horaire plus large, de bénéficier d'un effet de levier par une circulation plus fluide des flux et des transactions. En conséquence, nous devons adapter nos organisations puisque nous avons la possibilité d'agir plus longtemps et avec des effets de levier sur des volumes plus importants. En ce qui concerne l'activité tripartite de la trésorerie, il s'agit principalement d'opérations réalisées sur des paniers *ECB* ou *LCR Eligible*, occasionnant une charge de travail non négligeable dans nos back-offices.

Nous faisons au mieux pour mettre en place des systèmes de traitement des informations au fil de l'eau pour permettre qu'une transaction traitée au niveau du front-office parvienne au plus vite au back-office via un traitement de type STP (*Straight-through processing*). Nous travaillons à alléger et à sécuriser au mieux la gestion administrative de ces transactions afin d'éviter au maximum les défaillances en fin de journée – car il faut savoir que, lorsque nous traitons sur des plateformes électroniques, cer-

taines prévoient des sanctions qui vont d'une simple amende jusqu'à l'exclusion du participant en cas de défaillance.

**Marc Tibi:** Avez-vous des attentes particulières pour bénéficier pleinement des avantages apportés par la mise en œuvre de *TARGET2-Securities* dans votre activité ?

**Samira Clair:** *TARGET2-Securities* doit permettre, à terme, que les titres étrangers, comme les *Bunds* allemands, soient déposés directement sur notre compte en France. Aujourd'hui, la non-reconnaissance de certains titres étrangers sur notre compte en Banque de France est l'un des freins au développement de notre activité de gestion du collatéral sur Euro GC+.

**Marc Tibi:** Avez-vous également des attentes en matière d'évolution d'Euro GC+, le produit de gestion tripartite du collatéral avec compensation lancé par la Banque de France en collaboration avec LCH et Euroclear France ?

**Samira Clair:** Il s'agit d'un produit récent que nous accompagnons depuis le début. Nous souhaiterions voir de nouveaux acteurs utiliser ce dernier car nous ne sommes aujourd'hui qu'une vingtaine, comparativement aux cent cinquante présents sur la plateforme concurrente. La mise en place de *TARGET2-Securities* devrait faciliter l'arrivée de ces nouveaux acteurs situés dans des pays de la zone euro autres que la France, qui considèrent comme une contrainte le fait que les titres soient échangés en Euroclear France. À nous de démontrer que cela ne constitue pas une contrainte mais, bien au contraire, un véritable atout.

Concernant Euro GC+, un autre axe de développement pourrait être l'intégration de nouvelles devises et la création de nouveaux paniers de garanties ou la possibilité sur les paniers existants, face à un collatéral donné, de récupérer du *cash* dans une autre devise.

Nous disposons du temps qui nous sépare de la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne pour que ce produit se développe et prenne son essor.

**Marc Tibi:** Quelles sont les conséquences sur le marché du collatéral du programme d'assouplis-

sement quantitatif lancé par la Banque centrale européenne en mars 2015 ?

**Samira Clair:** La politique monétaire engagée par la Banque centrale européenne à travers le lancement de son programme d'assouplissement quantitatif, a entraîné un certain nombre de conséquences sur le niveau d'excédent de liquidité. L'excédent de liquidité atteint aujourd'hui plus de 1 600 milliards d'euros. Celui-ci devrait, selon les estimations, atteindre 2 000 milliards d'euros à la fin du programme. Cette politique entraîne une raréfaction du collatéral même s'il peut y avoir des poches de liquidité chez certains acteurs.

En tant qu'acteur de marché, basé dans la zone euro, nous constatons que les forces en présence sur le marché du collatéral se sont inversées. Avant l'été 2016, les acteurs disposant d'excédents de liquidité dirigeaient le marché, même si le programme QE avait déjà débuté car les volumes des montants concernés étaient moins importants qu'ils ne le sont devenus ensuite. Il était alors possible de traiter sur le marché du collatéral de l'*overnight* jusqu'à une maturité d'un mois, voire plus, et à des taux supérieurs à celui de la facilité de dépôt, soit le taux perçus par les banques lorsqu'elles déposent leur excédent de liquidité pour vingt-quatre heures auprès de la banque centrale. Au cours de l'été 2016, nous avons vu une inversion de tendance et les acteurs qui finalement dirigeaient le marché, étaient ceux qui détenaient des titres. Il n'a alors plus été possible de traiter à des taux supérieurs à celui de la facilité de dépôt. Dès lors, il faut savoir que les transactions sont réalisées sur une profondeur de marché plus réduite. Certains jours il n'y a pas de prix sur certains ténors, le « un mois » par exemple. L'activité est concentrée sur l'*overnight* (J à J+1), le *Tom Next* (J+1 à J+2) et le *Spot Next* (J+2 à J+3). Il y a aussi quelques opérations de semaine qui sont toutes traitées entre - 40 et - 44. Ainsi, pour les acteurs disposant de liquidités et ayant un accès à la Banque centrale européenne qui peuvent les déposer à - 40 %, il n'y a aucun intérêt aujourd'hui à intervenir sur ce type de transaction puisqu'ils subiront l'effet cumulé des coûts administratifs, des appels de marge et de l'impact en matière de régulation.

Il faut savoir que les volumes ont baissé de 40 % sur certains segments entre le début du

## Le marché du repo dans un environnement qui a changé et l'impact sur l'ensemble des acteurs

programme QE et aujourd'hui. La raréfaction de certains types de collatéral a permis le développement du marché du *Special*. Pour ce qui nous concerne, certains jours nous ne sommes présents sur aucune opération alors qu'auparavant nous étions présents quotidiennement sur plusieurs opérations. Néanmoins, nous avons fait valider par le management d'ALM Trésorerie la possibilité de tester la monétisation de notre *buffer* de collatéral. Nous faisons ainsi du *repo* depuis quelques mois alors qu'initialement, nous avons démarré cette activité au regard de la structure de notre bilan et des excédents de liquidité pour faire du *reverse*. Cela permet à la fois de rester présent et actif sur le marché qui selon nous sera le segment sur lequel il faudra être présent et organisé avant la fin du programme QE. Il est indispensable de mettre en place le dispositif organisationnel et opérationnel afin d'être en mesure de mobiliser rapidement notre *buffer* de collatéral pour apporter la liquidité dont le groupe pourrait avoir besoin en cas de crise et réciproquement à placer nos excédents de liquidités.

**Marc Tibi:** Pour conclure, quelle serait votre vision de l'évolution du marché du collatéral?  
 Carole Uzan: Nous pouvons observer, d'une part, une pression sur le marché du collatéral et, d'autre part, une tendance forte à la concentration des acteurs pour bénéficier de l'effet de taille.

**Frédéric Klehr:** Aujourd'hui, le collatéral est au cœur de la négociation et il le restera encore dans les années à venir.

**Samira Clair:** Nous sommes convaincus que le collatéral jouera un rôle majeur dans la gestion de la liquidité et le refinancement. À ce propos d'ailleurs, une réflexion est menée concernant le fixing de l'EONIA, le taux moyen de rémunération des dépôts interbancaires au jour le jour pratiqué dans la zone euro, pour inclure dans l'élaboration de celui-ci les opérations de *repo*. Cela contribue à mettre en évidence la place centrale accordée aujourd'hui au collatéral. Aucune décision n'a encore été prise sur ce point mais c'est une réflexion en cours.

En ce qui concerne les évolutions, nous devons organiser, en interne, la mutation de notre propre établissement en prévision de la sortie du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne. Nous attendons également que l'environnement externe, avec une industrialisation et une fluidification des transactions, permette à un acteur comme le groupe BNP Paribas d'accomplir sa mission et son mandat prudentiel, qui est le refinancement de ses activités et de celles de ses clients. ■

### QUESTIONS DE LA SALLE

*Comment interpréter la consultation de la Banque centrale européenne qui s'est achevée le 15 juin, concernant la volonté de concentrer l'ensemble des flux de mobilisation du collatéral sur la plateforme T2S?*

**Frédéric Klehr:** Cela s'inscrit dans la logique de la négociation du collatéral. En effet, les titres qui sont aujourd'hui utilisés comme collatéral, sont des actions, des obligations, c'est-à-dire des titres couverts par les dépositaires centraux (CSD). Face aux contraintes que nous pouvons parfois rencontrer avec les dépositaires internationaux (ICSD), cela devrait donc permettre d'améliorer et de fluidifier échanges.

*Au-delà de la description plutôt positive qui a été faite des impacts de la réglementation sur le collatéral, identifiez-vous des impacts négatifs dans votre secteur d'activité, comme nous pouvons parfois l'entendre dans d'autres domaines financiers?*

**Samira Clair:** Nous ne nous posons pas la question de savoir si les ratios réglementaires ont un impact positif ou négatif. Ils sont omniprésents dans notre activité. Nous ne considérons pas qu'il s'agisse d'une contrainte puisque nous bénéficions d'une sécurité accrue. Par ailleurs, nos esprits sont suffisamment inventifs pour innover et créer des produits qui nous permettent d'accomplir notre mission tout en respectant ces ratios réglementaires. En nous adaptant à ce nouvel environnement, nous y voyons une opportunité de travailler différemment.

## Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

Table ronde animée par

### Éric de Nexon

Head of Strategy for Market Infrastructures, **SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES (SGSS)**

Avec

### Cyril de Louchtchay de Fleurian

Head of Collateral Management and Securities Financing Products Solutions for ESES, **EUROCLEAR**

### Gabriele Frediani

Head of Business, **ELIXIUM**

### Alexandre Gautier

Directeur, Direction des marchés, **BANQUE DE FRANCE**

### Jean Sayegh

Co-Head of Sovereign Bond Investments, **LYXOR**

### Hélène Virello

Head of collateral and valuation services, **BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES (BPSS)**

**Éric de Nexon :** Cette seconde table ronde va s'intéresser aux nouveaux acteurs, aux actifs et aux services qui visent à apporter une réponse aux besoins toujours grandissant en matière de collatéral.

En réaction à la crise de 2008, les régulateurs européens ont édicté de nombreuses réglementations afin de sécuriser le cadre de l'exercice des activités financières en général, dans le but de renforcer la stabilité financière et la protection des investisseurs. Plusieurs de ces réglementations ont eu pour conséquence d'augmenter de façon significative le recours à la collatéralisation des opérations financières conduisant mécaniquement à un accroissement du besoin en actifs collatéralisables. Par ailleurs, ces mêmes réglementations ont défini à la fois des normes qualitatives en matière d'actifs éligibles et des règles restrictives en matière de réutilisation des actifs ainsi qu'en matière d'exposition aux émetteurs et aux contreparties. Si nous ajoutons à cela une politique monétaire accommodante des banques centrales et, parfois aussi, des stratégies d'investissement de certains acteurs à la recherche de rendement, nous sommes en face d'une équation difficile à résoudre en matière de liquidité pour les opérateurs. D'aucuns ont même évoqué une possible pénurie du collatéral disponible.

Ceci a entraîné des changements profonds pour les acteurs financiers dans la gestion de leurs opérations financières et de leurs ressources col-

latéralisables. Des changements opérationnels afin de faciliter la mobilisation du collatéral trop souvent dispersé ou de qualités diverses. Des changements en matière d'actifs, d'acteurs et de services rendus par ces derniers.

La première partie de cette table ronde sera consacrée à la description du contexte et des enjeux. La seconde aux solutions à même de répondre à ces enjeux.

Pour commencer, il serait intéressant de caractériser le monde du collatéral à partir de quelques chiffres afin de mieux appréhender la nature des enjeux.

**Alexandre Gautier :** Tout d'abord, nous observons une baisse des volumes en *cash direct*. Sur l'EONIA, ils sont aujourd'hui d'environ 6 milliards par jour alors qu'ils atteignaient 80 milliards en 2008. Nous observons également peu de transactions au-delà de l'EURIBOR 1 mois. Il est important de garder cela à l'esprit. Par exemple, la position ouverte<sup>1</sup> sur le Future Euribor était de 4 millions de contrats avec un nominal d'un million d'euros.

Du fait de cette désaffection à l'égard de ce marché *unsecured*, pour différentes raisons dont l'excédent de liquidité, une partie des transactions s'est transposée vers le marché du *repo* – avec ses deux composantes : *repo* et *reverse repo* – dont l'encours s'élevait à un peu moins de 6 000 milliards d'euros fin 2016.

Un chiffre relativement stable malgré des pics observés à 7 000 milliards d'euros en 2010. En matière de transactions, sans surprise, l'euro est majoritaire avec plus de 60 % des transactions, suivi par le dollar. En matière de collatéral, les titres allemands et les titres français sont les plus demandés. Ils représentent à eux seuls près de 35 % des échanges devant les titres italiens. En matière de maturités, un peu moins de la moitié des échanges se font sur une maturité inférieure à une semaine. Les *repo open* ont du mal à percer avec seulement 5 à 7 % des échanges. En matière de structure de marché, le marché du *repo* est un marché moins sophistiqué que les autres marchés. En effet, la transaction bilatérale « pure » représente 60 % des échanges tandis que les plateformes représentent environ 30 % de ces derniers, d'où des opportunités de croissance importantes, ce qui laisse de la place au développement d'infrastructures et peut-être de plateformes à valeur ajoutée pouvant tenir compte des spécificités de ce marché, à savoir d'un côté vouloir placer son *cash* disponible et de l'autre, avoir des demandes sur certains titres. Le *tri-party repo* ne représente qu'environ 12 % des échanges, même si les montants concernés sont très importants. En ce qui concerne les plateformes compensées, Euro GC+ et son concurrent allemand, les encours observés sont d'environ 100 milliards d'euros. Là, nous rejoignons des questions de dynamique du marché à savoir que la rémunération des titres allemands ou français apportés comme collatéral est inférieure à celle de la

<sup>1</sup> En date du 19 juin 2017.

## Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

facilité de dépôt pour les établissements qui peuvent y avoir accès.

**Éric de Nexon :** Quelle est l'organisation actuelle de cet écosystème du collatéral ? Quels en sont les principaux acteurs ? Comment se structurent les échanges ?

**Cyril de Louchtchay de Fleurian :** Le centre de gravité du marché de la gestion du collatéral est clairement en train de se déplacer depuis quelques années sous l'influence de deux courants majeurs : le premier étant une réglementation avec des exigences renforcées en matière de liquidité (ratio LCR) et de levier mais aussi en matière de fonds propres (ratio RWA) suite à la mise en œuvre de Bâle 3, et le deuxième étant un contexte macroéconomique marqué par une croissance faible, une déflation et une politique non conventionnelle de la Banque centrale européenne ayant pour effet un excédent de liquidités et des taux négatifs.

Quand je parle de « changement de gravité », je fais tout d'abord référence à quelque chose de très important : la dynamique des flux.

Le marché de la gestion du collatéral a doublé de taille en dix ans pour atteindre aujourd'hui 20 000 milliards d'euros au niveau mondial. Il devrait connaître une croissance forte puisque, nous anticipons des besoins additionnels qui se chiffreront à plus de 5 000 milliards d'euros pour les deux années à venir, rien que pour l'Europe. Ces besoins couvrent à parts égales ceux liés au ratio LCR, aux marges prélevées par les chambres de compensations (CCP) et au *funding*. C'est un marché qui par ailleurs privilégie les actifs liquides de haute qualité (HQLA). C'est également un marché qui peine à trouver des prêteurs de *cash* sur le long terme. Aujourd'hui, la Banque centrale européenne est la seule à accorder des prêts à long terme avec les LTROs (*Longer-term refinancing operations*) et les TLTROs (*Targeted longer-term refinancing operations*). C'est enfin un marché qui s'articule autour de nouveaux acteurs, comme les chambres de compensations (CCP), avec la mise en place de nouveaux processus opérationnels.

Je fais également référence au mode de fonctionnement du marché de la gestion du collatéral qui s'est grippé ces dernières années, à cause d'un manque de liquidité sur le collatéral

dont l'un des symptômes clairs est la relative faiblesse du marché du *repo* bilatéral et son extrême volatilité qui est devenue la norme. Ce manque de liquidité entraîne une certaine pression sur le collatéral de meilleure qualité. Le tout est accentué par une moindre capacité bancaire d'intermédiation. En effet, moins d'activité de tenue de marché (*market making*) implique moins de liquidité, plus de volatilité et moins de transparence.

Naturellement, ce « changement de gravité » a un impact fort sur l'organisation de cet écosystème et les acteurs qui le composent, qu'il s'agisse des infrastructures, des banques ou des acteurs du *buy side* et ce sous l'influence de trois phénomènes. Tout d'abord, nous pouvons constater que les infrastructures sont au centre de ce marché depuis une dizaine d'années. La banque centrale qui communique avec les banques à travers le marché du *repo* pour des montants considérables. Les chambres de compensation (CCP) qui concentrent de plus en plus de flux – RepoClear et SwapClear de LCH en sont des exemples. Les dépositaires centraux (CSD) et internationaux (ICSD) qui représentent des pools d'actifs importants mais aussi qui proposent des solutions de gestion tripartite du collatéral. Les plateformes de *trading* qui deviennent le véhicule rationnel et économique pour entrer sur ce marché. Ensuite, nous observons un changement radical de business model des banques à travers la mise en place d'une ligne métier transversale qui doit intégrer des problématiques à la fois back-office et front-office, réglementaires et de gestion de bilan. Autrement dit, passer d'une gestion « en silo » à une gestion horizontale. Enfin, nous constatons l'arrivée sur ce marché de nouveaux venus, essentiellement représentés par des acteurs du *buy side* comme les gestionnaires de fonds ou les compagnies d'assurance, qui représentent des volumes importants. Nous pensons que cette dynamique aura tendance à s'accroître dans les années qui viennent. Ces nouveaux acteurs ne sont pas tous aujourd'hui soumis à la même réglementation en Europe. En effet, il faut savoir que certains d'entre eux peuvent avoir un accès direct aux dépositaires centraux (CSD) ou aux chambres de compensation (CCP), comme c'est le cas aujourd'hui au Royaume-Uni. En revanche, en France, l'article L330-1 du Code monétaire et financier n'autorise pas les acteurs du *buy side* à être des participants directs de ces

infrastructures. Toutefois, cela pourrait évoluer dans un avenir proche.

Si nous voulons accueillir de nouveaux entrants dans de bonnes conditions, nous devons créer un environnement plus favorable, plus facile d'accès, plus transparent et plus centralisé, ce qui permettra également à la place de Paris d'être plus compétitive face à ses voisins allemand ou italien.

**Éric de Nexon :** Comment les acteurs du *buy side* se positionnent-ils dans cet écosystème ? Quelles sont les stratégies de placement de ces derniers ? Et quels en sont les impacts sur le besoin de collatéral ?

**Jean Sayegh :** La problématique du collatéral et les nouvelles réglementations qui imposent son utilisation de plus en plus fréquemment pour de plus en plus d'opérations, peuvent être envisagées de deux points de vue : « usine de production » puisque la société de gestion gérant des portefeuilles a besoin désormais de détenir et de gérer de façon optimale du collatéral et « commercial » puisque nous voyons des partenaires ou des clients venir chercher des solutions qui répondent à ces nouvelles réglementations auprès de leur référent habituel, à savoir la société de gestion. En effet, ces derniers n'ont pas forcément tous l'habitude de travailler avec des infrastructures ou d'autres acteurs du marché.

Concernant le premier point « usine de production », nous sommes dans un univers où le collatéral, sous forme de titres ou d'espèces, est rare et cher. Il convient donc de trouver des solutions d'optimisation de la gestion de celui-ci, comme cela a déjà pu être le cas pour les acteurs du *sell side* dans le passé. Les sociétés de gestion se trouvent aujourd'hui dans la situation de devoir gérer elles-mêmes leurs besoins en collatéral. Chez Lyxor, en raison de notre activité ETFs (*Exchange Traded Funds*), nous sommes déjà équipés pour cela. Mais pour d'autres acteurs, il existe un besoin de former non seulement les équipes opérationnelles mais aussi les équipes front-office afin de gérer de façon optimale le collatéral, étant donné son coût et son impact. En effet, le coût du collatéral peut, dans certains cas de figure, influencer la prise de décision de mettre ou non en place certaines transactions. Concernant le second point « commercial »,

## Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

nos clients évoluent dans le même univers et ils sont eux aussi confrontés à devoir poster du collatéral pour un certain nombre de leurs opérations. Même si le sujet est beaucoup plus rapide et plus imminent lorsqu'il s'agit de compagnies d'assurance ou de fonds de pension de taille importante que d'entités plus petites, il existe néanmoins. Comment gérer son collatéral ? Comment acheter des actifs pour les poster ? Quels sont les outils à utiliser ? Peut-on utiliser des parts de fonds comme collatéral ? Ce sont des questions parmi celles qui nous sont fréquemment posées par nos clients et auxquelles nous devons apporter des éléments de réponse concrets.

**Éric de Nexon :** Quel est le rôle des clients des *Global custodian* et leurs attentes en matière de gestion du collatéral ?

**Hélène Virello :** Les acteurs du *buy side* forment une communauté très hétérogène. Historiquement, ils avaient des activités très diversifiées selon leur typologie mais, en réalité, très peu d'activité en matière de repo, de prêt-emprunt de titres ou de dérivés de gré à gré. Il s'agit donc de quelque chose d'assez nouveau et nous le savons d'autant mieux chez BNP Paribas que nous nous sommes mis en ordre de marche en même temps que nos clients *buy side* après la crise financière de 2008.

Les exigences en matière de collatéral sur les dérivés de gré à gré sont issues du règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) : face à cela l'industrie s'est organisée. L'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* a fait émerger un certain nombre de bonnes pratiques surtout du côté *sell side* et celles-ci ont été transposées de façon plus ou moins homogène du côté *buy side*. Les exigences réglementaires à l'égard des acteurs du *buy side* sont complexes puisque ces derniers sont non seulement soumis aux dispositions du règlement EMIR mais aussi de la directive MIF et à un certain nombre de dispositions spécifiques applicables aux sociétés de gestion ou aux compagnies d'assurance. À cela s'ajoute, pour les acteurs ayant une activité globale, des réglementations propres à chaque pays, comme le *Dodd-Frank Act* aux États-Unis.

Tout cela pour dire qu'il est difficile d'avoir une seule approche pour l'ensemble de nos clients.

Nous devons adopter une approche de type « consultant » vis-à-vis de ces derniers afin de comprendre quelles sont les caractéristiques de leurs activités et quelles sont les réglementations qui les impactent. Par exemple, gèrent-ils des fonds totalement investis ? Si oui, comment vont-ils faire pour poster du collatéral si certains des fonds régulés totalement investis en actions n'ont pas le droit d'effectuer des opérations qui permettent de générer du *cash* ? Quand bien même ils vont se retrouver face à des contreparties prêtes ou non, équipées ou non, pour accepter des actions. Il y a donc autant de situations différentes que de clients. Il faut également souligner que les acteurs du *buy side* ne sont pas toujours bien équipés d'un point de vue *middle* et *back-office*. En effet, ces derniers utilisent traditionnellement du *cash* pour couvrir leurs opérations alors que la réglementation leur impose désormais, en fonction de leur taille, des exigences de marges initiales qui d'usage sont plutôt en titres.

Cette diversité et cette sophistication des besoins constituent un véritable challenge pour nous qui devons appréhender toutes ces problématiques. Cela passe par une connaissance intime des activités de nos clients et de leurs exigences réglementaires, et un panel de solutions qui doit être assez large pour répondre à l'ensemble de ces problématiques.

**Éric de Nexon :** Nous pouvons voir sur son site Internet qu'Elixium « illumine les marchés ». Alors, quels sont son rôle et sa place dans ce panorama ?

**Gabriele Frediani :** Elixium est une plateforme électronique de négociation de collatéral ouverte à tous types d'intervenants. L'expression « bourse de collatéral » a été utilisée et c'est notre vocation à terme. Les mondes du repo, du prêt de titres et du règlement/livraison en général, connaissent très bien les plateformes électroniques. Les plateformes électroniques interbancaires existent depuis plus d'une vingtaine d'années et les différentes initiatives qui sont allées au-delà de la participation interbancaire, connaissent également un certain mouvement vers le monde extrêmement fragmenté du *buy side*. La plateforme électronique que nous avons mise en place, est ouverte à tous puisque notre vocation est de permettre de réunir des intervenants ayant des besoins différents, dans

une Place de marché centralisée.

Nous avons débuté notre aventure au Royaume-Uni où les conditions de marché étaient relativement propices. Jusqu'au 23 juin 2016, nous envisagions de développer Elixium Europe à partir du Royaume-Uni, sachant qu'en parallèle nous avons lancé Elixium (USA) avec le soutien du groupe Tradition, notre maison-mère, qui a une forte présence historique sur le marché du *repo* aux États-Unis. Dans le contexte du Brexit, nous nous sommes rendu compte que le lancement de notre activité en Europe à partir du Royaume-Uni pouvait s'avérer être un exercice risqué. Ainsi, Elixium SA France s'est imposé comme le choix le plus naturel pour nous, en raison de la présence d'un écosystème « collatéral » unique en Europe, lié à la fois à nos partenaires, dont Euroclear, mais également à des institutions de dimension globale, comme BNP Paribas Securities Services, CACEIS ou Société Générale Securities Services. Il est clair que le rapatriement de la compensation de la dette sur LCH.Clearnet SA est également un point très important et renforce l'écosystème. En outre, cela répond à un véritable besoin de démontrer que la France peut prendre le leadership sur de nouvelles initiatives de Place. Notre logique commerciale s'accompagne d'une volonté de promouvoir de nouveaux produits avec les acteurs de la Place de Paris. Ainsi, il nous apparaît important d'étendre l'utilisation d'Euro GC+ au-delà de la partie compensée, le panier lui-même pouvant être un sous-jacent extraordinaire pour d'autres acteurs. Dans la même logique il nous apparaît simple et primordial d'utiliser Elixium pour rendre visible et accroître l'utilisation en Repo/Triparty de produits intelligents de la Place française tels que les ESNIs. Enfin, nous sommes engagés dans un travail de partenariat avec Lyxor et Euroclear pour démontrer que les fonds *High Quality Liquid Assets* peuvent être efficacement mobilisés en *repo* ce qui apporterait une solution tangible à la problématique majeure des Places financières mondiales qui est de dynamiser plus d'actifs de qualité de façon industrielle.

L'association avec le groupe Euroclear et ESES à Paris, est le fruit de nombreux mois de travail et a pour vocation d'offrir des solutions intégrées à différents types d'intervenants pour qui le financement et la mobilisation de collatéral

## Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

sont des activités complexes nécessitant un réel accompagnement à tous les niveaux de la chaîne. C'est une association ambitieuse tant sur l'offre service que sur les plans commerciaux et opérationnels.

**Éric de Nexon :** Nous voyons que l'émergence de nouvelles plateformes fait partie des solutions pouvant répondre aux attentes de ce nouvel écosystème qui se dessine. Nous avons aujourd'hui un véritable sujet sur les offres de compensation et les solutions envisagées poussent à accompagner les acteurs du *buy side* vers les infrastructures.

Quels sont les nouveaux actifs susceptibles de répondre aux besoins toujours croissants de collatéral, et notamment de collatéral de qualité supérieure ? Et, quel est l'apport d'un fonds *High quality liquid assets* au regard de la gestion individuelle des lignes qui composent son actif ?

**Jean Sayegh :** La problématique de la gestion du collatéral repose sur trois piliers principaux. Tout d'abord, nous avons une complexité de la gestion du collatéral de manière optimale afin d'en limiter le coût et un besoin d'équipement des acteurs susceptibles de poster ce collatéral. Ensuite, nous sommes dans une situation de marché où nous avons une raréfaction du collatéral de qualité, sachant que celui-ci se trouve dans des endroits différents qui doivent être accessibles. Il est notamment positionné dans des fonds, avec des caractéristiques particulières en matière de contenu, dont l'accès permet de bénéficier de façon transparente d'un collatéral de qualité. Enfin, nous devons accompagner nos clients dans la mise en place de solutions et ce, de façon optimale en les guidant étape par étape.

Pourquoi parle-t-on de fonds *High quality liquid assets* ? C'est le fruit de la réglementation Bâle III/CRD 4 qui impose aux banques de respecter un ratio de liquidité (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) qui se compose au numérateur de la valeur des encours d'actifs liquides de haute qualité et au dénominateur du total des sorties nettes de trésorerie attendues sur les trente jours calendaires suivants. Nous allons ainsi profiter de cette nomenclature créée par le régulateur pour construire des solutions à partir de cela, et plus particulièrement à partir des fonds eux-mêmes composés d'actifs *High quality liquid*

*assets*. Pour être plus précis, les actifs *High quality liquid assets* se divisent en plusieurs niveaux. Ainsi en regroupant un ensemble d'actifs *High quality liquid assets* de niveau 1 avec un RWA (*Risk Weighted Assets*) nul, nous obtenons une enveloppe juridique sécurisée, autrement dit un fonds, dans laquelle nous avons tout simplement des dettes de la zone euro dont la notation est supérieure ou égale AA-. Les fonds *High quality liquid assets* de niveau 1 répondent donc aux besoins des preneurs de collatéral en matière de bonne qualité de crédit, de volatilité faible et de valorisation sûre des actifs.

Tout d'abord, la qualification réglementaire mise en place par le régulateur, notamment au niveau des actifs sous-jacents, offre un minimum de garanties en matière de qualité de crédit.

Par ailleurs, s'agissant des fonds *High quality liquid assets* de niveau 1, cela suppose également un certain nombre de tests de liquidité que nous menons, par exemple, grâce à un outil que nous avons conjointement développé avec Euroclear.

Ensuite, la liquidité des parts de fonds peut être quotidienne permettant ainsi de mettre en place des opérations de *repo*.

Enfin, la variabilité du prix est un élément important.

La présence d'actifs de très bonne qualité, gérés de façon optimale, c'est-à-dire avec des actifs diversifiés, couverts contre le risque de taux et dont le risque de crédit est minimisé, permet d'avoir un fond qui respecte la règle de la qualité de crédit, de la liquidité et de la variabilité du prix. Si à cela s'ajoute un rendement supérieur au rendement négatif du *cash* ou des titres core de bonne qualité que sont les titres français et allemands, nous sommes en mesure d'offrir une solution qui répond non seulement aux besoins du preneur de collatéral mais aussi aux besoins du donneur de collatéral puisque ce dernier externalise la gestion et l'optimisation de ce collatéral et optimise le coût de la détention de ce celui-ci. L'acteur du *sell side* bénéficie également de ce type de solution puisqu'il va améliorer la rentabilité de son client. En résumé, il s'agit d'une solution positive pour l'ensemble des acteurs : le donneur de collatéral puisqu'il bénéficie d'une meilleure performance tout ayant résolu la problématique opérationnelle de la gestion du collatéral, le preneur de collatéral puisqu'il améliore le profil de rentabilité

de son client. Enfin, nous avons une solution globale qui contente certainement le fournisseur de cette dernière, à savoir le gérant du portefeuille *High quality liquid assets*.

Cependant, cela pose des enjeux importants et déterminants pour savoir si ce type de solutions va pouvoir survivre et être effectif sur le long terme. Le premier enjeu est que nous sommes face à un problème circulaire. Il faut essayer de convaincre une banque d'accepter un fonds comme collatéral mais cette dernière va réclamer un marché de *repo*. Il faut donc essayer de créer ce marché du *repo* mais la banque va vouloir un dernier porteur qui, à ce stade, ne peut pas être une entité publique puisque l'activité est naissante. Il faut alors se retourner vers les infrastructures de marché, à savoir les dépositaires nationaux (CSD) et internationaux (ICSD) et les chambres de compensation (CCP), qui à leur tour vont demander un marché du collatéral. C'est une difficulté importante, nous le savons, mais elle n'est pas insurmontable. Pour cela, nous travaillons actuellement avec nos partenaires sur ce type d'initiatives. Tout d'abord, il est nécessaire que le fonds *High quality liquid assets* circule dans l'environnement, et notamment *Triparty*, d'une infrastructure de marché grâce à un partenariat avec celle-ci. Ensuite, la création d'un marché du *repo* peut se résoudre aisément grâce à des plateformes *all to all*, comme celle d'Elixium, qui donnent accès à une palette plus large d'intervenants qu'il s'agisse d'acteurs du *buy side* ou d'investisseurs finaux tels que les compagnies d'assurance qui peuvent s'échanger ces actifs en tant que collatéral. Les infrastructures de marché elles-mêmes au-delà de la facilité opérationnelle qu'elles donnent en faisant circuler les parts de fonds sur ces plateformes, peuvent constituer, dans un premier temps, les derniers porteurs de ces parts de fonds dans le cadre des marges initiales ou d'autres contraintes de ce type, et ce en attendant d'aller voir, si un cas de marché est avéré, des entités publiques comme les banques centrales, et notamment la Banque de France, pour voir dans quelles mesures elles peuvent approuver ou soutenir, d'une façon ou d'une autre, ce type d'initiatives afin de nous aider à les faire avancer.

**Éric de Nexon :** À l'occasion de la crise financière 2007-2010, l'un des problèmes rencontrés par les acteurs était celui de la perte de

## Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

confiance entre les contreparties, ce qui avait fragilisé le marché du repo. La Place de Paris s'est attachée à apporter une solution en mettant en place Euro GC+, afin de résoudre ce problème de perte de confiance en apportant anonymat et de novation. En quoi consiste cette solution et comment se développe-t-elle, notamment face à la solution CG Pooling d'Eurex ?

**Alexandre Gautier :** Nous assistons aujourd'hui à la convergence des intérêts du monde des titres, dont l'AFTI est un acteur important, de ceux des banques d'investissement avec leur fonction de gestion de la trésorerie et de celui de la technologie. En cela, Euro GC+ a été une illustration des trois axes que nous considérons comme importants.

Le premier axe est celui de la fragmentation. Dans un monde qui demeure trop fragmenté, nous avons besoin de plateformes qui fédèrent davantage d'acteurs. Nous avons également besoin d'organiser un marché qui permette à des acteurs aux intérêts divergents de se retrouver et de pouvoir effectuer des échanges. C'est pourquoi nous regardons avec intérêt l'initiative d'Elixium. Au niveau du post-marché, cela signifie que nous devons continuer à promouvoir des solutions de *triparty repo*. Il ne s'agit pas uniquement de la question de la sous-traitance mais également de la question de l'optimisation.

Le deuxième est celui de la rentabilité. Nous devons avoir des plateformes plus sophistiquées et à valeur ajoutée. Elles doivent permettre à un acteur disposant d'obligations de pouvoir les échanger, par exemple, contre certains paniers d'actions. Nous réfléchissons à l'utilisation des ESNI et nous voudrions les voir admises sur les plateformes à brève échéance. Les plateformes doivent également permettre un accès à la liquidité en dollars en utilisant des paniers dénommés en euros.

Le troisième et dernier axe est d'ordre juridique. Nous soutenons le développement du clearing qui apporte aussi une réponse à l'empilement des encours dans les bilans mais nous devons également réfléchir à des solutions de *security lending* « pures », qui permettent de répondre à certaines contraintes réglementaires.

**Éric de Nexon :** Elixium a développé sa propre solution avec la création d'une place de marché dédiée aux échanges de collatéral. Quels sont les défis qui vous attendent ?

**Gabriele Frediani :** Notre défi est de rendre réelle cette plateforme de négociation avec une visibilité et une transparence qui n'existent que pour peu d'intervenants aujourd'hui. Nous devons peaufiner et adapter les outils, les instruments et les moyens en place ; d'où notre étroite collaboration avec Euroclear et notre « amour » pour leur offre *Tri-party* : permettre des échanges réels et nouveaux de collatéral avec une visibilité qui n'existe pratiquement pas aujourd'hui du côté du *buy side*.

En résumé, nous devons apporter tous les éléments du trading électronique qui ont contribué à l'expansion des marchés d'autres classes d'actifs tels que les actions, les devises et le *fixed income* et promouvoir les nouveaux produits et les nouvelles initiatives pour les rendre plus visibles et efficaces.

**Éric de Nexon :** Le groupe Euroclear est partie prenante à cette nouvelle initiative. Quel est son positionnement ? Son rôle ? Et, comment s'inscrit cette initiative dans sa stratégie ?

**Cyril de Louchtchay de Fleurian :** Concernant son positionnement, le groupe Euroclear est ouvert à toutes les plateformes de *trading*. Dans ce cadre, nous supportons tous les développements plébiscités par nos clients ainsi que toutes les initiatives qui tendent vers plus d'efficacité, de sécurité et de transparence du marché.

Concernant son rôle, il faut retenir deux éléments fondamentaux. Tout d'abord, le groupe Euroclear joue un rôle de *custodian* à travers son dépositaire international (ICSD) et ses dépositaires centraux (CSD). Il gère un encours de 30 000 milliards d'actifs dont environ 1 200 milliards dans le cadre de son offre Collateral Highway, soit 50 milliards en France, 400 milliards au Royaume-Uni et 700 milliards à l'international en Euroclear Bank. Ensuite, le groupe Euroclear apporte l'ensemble des moteurs techniques à travers le *Triparty repo*, le *Security lending* mais également une diversité importante de sous-jacents qu'il s'agisse d'actifs traditionnels comme les obligations, les actions et les fonds ou de nouveaux actifs comme les

ETFs (*Exchange Traded Funds*) ou les fonds *High quality liquid assets*. En résumé, le groupe Euroclear apporte d'une part la connexion avec son pool d'actifs à travers son rôle de *custodian* et, d'autre part, son savoir-faire en matière de gestion du collatéral et d'optimisation à travers celui de *Triparty agent*.

Enfin concernant sa stratégie, le groupe Euroclear supporte la stratégie des plateformes de trading ayant le soutien de ses clients, et ce pour trois raisons majeures. La première, nous pensons qu'à terme, ces plateformes de trading, et notamment celle d'Elixium, pourraient représenter le point d'entrée privilégié pour accéder aux différentes fonctionnalités de Collateral Highway, c'est-à-dire à l'ensemble des services de gestion du collatéral du groupe. La deuxième, nous comprenons que de nouveaux acteurs comme les gestionnaires de fonds ou les compagnies d'assurance ont un intérêt à accéder à ce marché du collatéral, que ce soit en direct ou par leur *Global custodian*, c'est pourquoi la standardisation et la simplicité offerte par Elixium faciliteront le mouvement et les flux vers Euroclear. La troisième et dernière, nous constatons un « alignement des planètes » favorable à la Place de Paris qui nous pousse à amplifier cette dynamique pour conserver et développer la liquidité à Paris, plutôt qu'à Francfort.

**Éric de Nexon :** Comment un *Global custodian*, comme BNP Paribas Securities Services, accompagne-t-il ses clients au regard de ces différentes initiatives ? Et, comment ces différentes initiatives s'inscrivent-elles dans sa propre stratégie ? Comment voit-il évoluer les besoins de ses clients dans ce domaine de la gestion du collatéral ?

**Hélène Virello :** Notre clientèle est très diversifiée et par conséquent, elle a de multiples besoins qui s'articulent autour de quatre axes. Le premier est l'accès aux différents pools de liquidité. Nous avons des donneurs de *cash* ou de collatéral mais aussi des preneurs de collatéral. Comme nous ne sommes pas une plateforme d'échange, notre objectif est donc que nos clients puissent accéder à l'ensemble des plateformes, aux desks du Groupe ou de nos confrères. Notre principal objectif est que nos clients disposent des solutions leur permettant soit d'accéder aux pools de liquidité,

## Des nouveaux acteurs et des nouveaux actifs

soit de faciliter la mise à disposition des actifs lorsqu'il s'agit de clients *buy side* qui, eux, sont traditionnellement détenteurs de titres et de *cash*. Le deuxième, tout aussi important, concerne l'aspect opérationnel. En effet, il ne sert à rien d'avoir les meilleures idées du côté du front-office si cela ne suit pas au niveau du middle et du back-office. Nous savons que c'est compliqué et que cela prend du temps, mais nous savons aussi que nos clients attendent beaucoup de nous sur cet aspect-là et ce d'autant plus que ces derniers ont externalisé leur fonction middle et back-office à des acteurs comme nous, afin de se concentrer sur leur cœur de métier. Le troisième qui est lié à notre métier traditionnel, concerne la circulation des titres qui évolue, notamment avec la mise en

œuvre de *TARGET2-Securities*. Les titres doivent circuler de façon fluide et rapide dans un environnement européen mais aussi international puisque le marché ne s'arrête pas aux frontières de notre vieux continent. Enfin, le quatrième et dernier axe touche à la sécurité du collatéral qui est posté. En effet, nos clients attendent que le collatéral qu'ils postent et reçoivent, soit protégé et en sécurité. Certes, la conservation de titres a toujours fait partie intégrante de notre activité de base, mais là, nous devons le faire de manière plus ou moins sophistiquée, en mettant en place des dispositifs juridiques et opérationnels qui permettent aux différents acteurs concernés de mettre leur collatéral en sécurité de manière équivalente.

Comme la plupart de nos confrères, nous travaillons sur ces solutions. Mais nous devons aussi nous intégrer dans un écosystème pour répondre aux attentes de nos clients. Ainsi, nous devons être connectés à des plateformes d'échange de collatéral, comme celle d'Elixium ou d'autres. Nous devons être connectés aux chambres de compensation (CCP) et nous devons travailler avec les dépositaires internationaux (Euroclear et Clearstream) avec lesquels nous avons construit des passerelles, notamment pour notre clientèle *sell side*. Nous devons enfin être le plus proactif possible afin de participer en tant qu'acteur du monde financier aux besoins d'évolution de la législation et la réglementation. ■

# Les perspectives européennes: les travaux de la Banque centrale européenne (BCE)

**Ivan Odonnat**

Directeur général adjoint, Direction générale de la stabilité financière et des Opérations, **BANQUE DE FRANCE**

Avant d'aborder les initiatives de l'Eurosystème en matière d'infrastructure de marché et en particulier le projet de construction d'un système de gestion du collatéral commun à l'ensemble des banques centrales, il est utile de rappeler les projets déjà réalisés. Nous ne reviendrons pas sur les deux plus connus, à savoir *TARGET2* et *TARGET2-Securities*, pour nous intéresser à deux outils qui sont internes à l'Eurosystème.

Le premier, *Common Eurosystem Pricing Hub (CEPH)*, est une plateforme de valorisation des garanties communes à l'Eurosystème. Cette plateforme est co-hébergée par la Banque de France et la Deutsche Bundesbank qui se répartissent les activités de valorisation, à savoir la valorisation des titres adossés à des actifs pour la Banque de France (ABS) et celle des autres titres de créance pour la Deutsche Bundesbank.

Le second, *Market Activities Processing System (MAPS)*, est une plateforme développée par la Banque de France et Banco de España, avec l'aide d'un fournisseur privé, pour la gestion des activités de marché. Cette initiative est aujourd'hui limitée à ces deux banques centrales qui traitent leurs opérations de marché sur cette plateforme commune avec des outils qu'elles partagent mais qui se différencient en fonction de leur propre politique en matière d'investissement. L'objectif est d'étendre son utilisation aux autres banques centrales de l'Eurosystème. En matière de collatéral, il faut distinguer le collatéral reçu en garantie des opérations de politique monétaire du collatéral géré dans le cadre des opérations de marché classiques. Pour ce qui concerne la Banque de France et Banco de España, ce dernier est géré par cette plateforme.

## « Vision 2020 » de l'Eurosystème

Le programme de l'Eurosystème, baptisé « Vision 2020 », a pour objectif de satisfaire trois grands besoins. Le premier est de répondre à la demande de nouveaux services qui émergent dans le marché. Le deuxième est

de réduire les coûts opérationnels, et le troisième de poursuivre l'intégration des marchés financiers européens en général et en particulier du post-marché.

Concrètement ce programme se décline en trois volets.

Le premier volet, *TARGET Instant Payment Settlement (TIPS)*, répond au premier objectif avec le développement d'un service pour le règlement des paiements instantanés.

Le deuxième volet vise à contribuer à une meilleure efficacité opérationnelle avec une consolidation des plateformes *TARGET2* et *TARGET2-Securities* sur le plan fonctionnel et technique, en adaptant des fonctionnalités développées dans le cadre de T2S pour mettre à niveau *TARGET2*. Il s'agit également de créer des synergies qui entraîneront une réduction des coûts opérationnels.

Et le troisième volet, *Eurosystem Collateral Management System (ECMS)*, concerne l'harmonisation de la gestion du collatéral au sein de l'Eurosystème avec le développement d'une plateforme qui n'est pas, à strictement parler, une infrastructure de marché. Il s'agit d'unifier les différents systèmes utilisés par les banques centrales pour la gestion du collatéral qu'elles reçoivent au niveau national de leurs contreparties afin d'organiser les opérations de refinancement. Nous parlons de politique monétaire unique depuis 1999, mais en pratique, nous observons des organisations pour mettre en œuvre cette politique qui restent assez disparates en termes de techniques et de procédures. Aujourd'hui, les dix-neuf banques centrales de l'Eurosystème disposent de leur propre système de gestion du collatéral qui est organisé en tenant compte du cadre juridique applicable, des spécificités nationales, des besoins propres à chacune d'entre elles et de la politique suivie en matière d'acceptation de collatéral dans le cadre de la documentation générale de l'Eurosystème. Le périmètre couvert par le projet

d'unification est particulièrement large puisque cette plateforme va permettre de gérer toutes les opérations de mise en œuvre de la politique monétaire, c'est-à-dire les opérations de fourniture de liquidité de l'Eurosystème, mais aussi la réception et la gestion du collatéral – la valorisation, quant à elle, restant, pour l'instant, en dehors.

## Le futur paysage des infrastructures de marché de l'Eurosystème

Le paysage des infrastructures de marché de l'Eurosystème va donc évoluer de façon significative avec la disparition du terme même de « TARGET2 » en tant que tel. Au centre de ce paysage, nous trouvons une plateforme consolidée avec toutes les fonctionnalités T2S, les services en matière de systèmes de paiement à règlement brut en temps réel (en anglais RTGS), la gestion des opérations de banques centrales (*Central Bank Services – CBS*) et celle de la liquidité (*Central Liquidity Management – CLM*). À côté de cette plateforme, nous retrouvons les deux services: *TARGET Instant Payment Settlement (TIPS)* pour le règlement des paiements instantanés et *Eurosystem Collateral Management System (ECMS)* pour la gestion du collatéral des opérations de crédit de l'Eurosystème.

## Le projet Eurosystem Collateral Management System (ECMS)

Quel est l'intérêt d'un tel projet pour l'Eurosystème? Tout d'abord, il s'agit d'améliorer l'efficacité et de réduire les coûts de la mobilisation du collatéral dans le cadre de ses opérations de crédit. Ensuite, il s'agit de garantir une mise en œuvre rapide et harmonisée des décisions de politique monétaire au sein de la zone euro. Lorsque le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne décide, par exemple, d'élargir les règles applicables à l'éligibilité du collatéral pour les opérations de l'Eurosystème, nous constatons un décalage entre le moment où cette décision est prise et

## Les perspectives européennes : les travaux de la Banque centrale européenne (BCE)

celui où les nouvelles règles sont intégrées dans les systèmes des différentes banques centrales. L'enjeu est de réduire ce décalage. Enfin, il s'agit de réduire les coûts opérationnels, comme dans tout projet d'harmonisation.

Quel est le rôle de la Banque de France ? Ce rôle est multiple. En tant que membre de l'Eurosystème, nous participons aux organes de décision et sommes partie prenante de nombreuses initiatives. Aujourd'hui, nous avons établi un partenariat avec trois autres banques centrales nationales (Deutsche Bundesbank, Banco de España et Banca d'Italia) pour la gestion des différentes infrastructures. Ce partenariat se décline différemment selon les services ou les produits<sup>2</sup>, mais nous entendons continuer à être les fournisseurs de l'Eurosystème en matière d'infrastructures de marché. Pour ce qui est du projet *Eurosystem Collateral Management System (ECMS)*, nous entendons jouer un rôle opérationnel c'est-à-dire celui de fournir, avec Banco de España, une solution technique adaptée et gérer la plateforme unique qui servira au déroulement des opérations.

Alors, quels sont les enjeux pour la Place de Paris ? Il s'agit de valoriser notre expertise et

notre savoir-faire et de proposer les meilleures pratiques dans ce domaine. Sur le plan opérationnel, cela signifie la localisation d'une partie des plateformes techniques à Paris, ce qui constitue un élément clé du poids de la Banque de France et plus largement, de la Place de Paris au sein de l'Eurosystème.

Nous parlons certes d'un projet interne à l'Eurosystème mais qui va nécessiter des adaptations opérationnelles inhérentes à sa mise en place pour les acteurs de la Place de Paris. Son périmètre fonctionnel concerne les opérations de politique monétaire, la gestion en temps réel des positions des contreparties en matière de lignes de crédit et de collatéral ainsi que la gestion de celui-ci.

Ce n'est pas la première fois que nous ambitionnons de mettre en place une solution de gestion du collatéral partagée par l'ensemble des banques centrales. Il y a quelques années, une première tentative avait échoué parce que nous étions dans un environnement où les procédures utilisées pour la mobilisation du collatéral étaient extrêmement disparates d'un pays à l'autre, d'une banque centrale à l'autre. Depuis de nombreux progrès ont été réalisés en

matière d'harmonisation et de réglementation. Aujourd'hui, nous sommes donc en mesure de proposer une solution et de développer des fonctionnalités qui prennent en compte ces progrès. Néanmoins, nous avons identifié deux points de vigilance, qui ne constituent pas pour autant des obstacles au lancement du projet. Le premier sur lequel nous travaillons à définir une solution harmonisée, concerne les modèles de gestion tripartite du collatéral et le second concerne les créances privées (*credit claims*). Une grande partie des actifs qui peuvent être mobilisés auprès de l'Eurosystème en garantie des opérations de crédit, ne sont pas des titres négociables mais des créances privées. En France, les contreparties ont abondamment recours à ce type de collatéral. Les modalités de mobilisation de ces créances privées diffèrent selon les banques centrales. Là aussi, nous travaillons à la mise en place d'une procédure commune à l'ensemble des banques centrales. Le calendrier provisoire du projet prévoit une date de lancement opérationnel à l'horizon 2021. ■

<sup>2</sup> - TARGET2-Securities (T2S) : Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France et Banca d'Italia.  
 - TARGET2 : Deutsche Bundesbank, Banque de France et Banca d'Italia.  
 - CEPH : Deutsche Bundesbank et Banque de France.

# Les perspectives européennes: les travaux de la Banque centrale européenne (BCE)

**Joël Mèrère**

Membre indépendant du Market Infrastructure Board (T2S), **BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)**  
Président du T2S Harmonisation Steering Group et membre de l'EPTF

Le sujet du collatéral fait aujourd'hui l'objet de plusieurs initiatives en matière d'harmonisation au niveau européen.

Tout d'abord, la gouvernance des systèmes TARGET2 et TARGET2-Securities a été modifiée récemment pour tenir compte non seulement des projets de l'Eurosystème en cours mais aussi des défis à venir. Le T2S Advisory Group (T2S AG) est devenu l'Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SeCo), ce qui traduit en particulier la reprise par ce nouvel Advisory Group des thèmes relatifs au collatéral jusqu'alors sous la responsabilité du Contact Group on Euro Securities Infrastructures (COGESI). Plus précisément, c'est l'Harmonisation Steering Group (HSG) – qui rapporte à l'AMI-SeCo (ex T2S AG) – qui s'est vu confier les travaux relatifs à l'harmonisation de la gestion du collatéral, travaux initiés par le COGESI.

On rappellera que le HSG a joué un rôle fondamental et déterminant dans le succès du projet T2S, lequel n'aurait pas vu le jour sans un effort massif d'harmonisation. Cet effort s'est poursuivi ensuite, et se poursuit encore, dans les domaines qui n'étaient pas directement indispensables au bon fonctionnement de la plateforme T2S mais qui sont néanmoins nécessaires pour que celle-ci produise tous ses effets, comme le domaine des opérations sur titres (OST).

Dans le domaine du collatéral, la première tâche du HSG a été d'établir un projet de liste des principaux sujets à traiter en matière d'harmonisation: les messages (avec le potentiel recours à la norme ISO 20022), les données et les procédures (par exemple, l'analyse menée dans le cadre du projet Eurosystem Collateral Management System (ECMS) a montré qu'il existe aujourd'hui trois modèles tripartites au niveau transfrontière et quatre au niveau

domestique, soit un total de sept modèles différents). L'ensemble de ces thèmes fera l'objet d'une première présentation lors de la prochaine réunion de l'AMI-SeCo au mois de juillet. À cette occasion, il sera proposé la création d'une *task force* spécifique (rapportant au HSG) dédiée aux sujets d'harmonisation en matière de collatéral. Le premier travail de cette *task force*, qui sera composée d'experts en collatéral mais présidée par un membre du HSG, sera de finaliser la liste des sujets à traiter pour validation par l'AMI-SeCo en fin d'année. Étant donné qu'il sera impossible de tous les traiter en même temps, la *task force* devra également établir une liste des sujets prioritaires. L'objectif est d'appliquer au collatéral la méthodologie qui a fait ses preuves dans le cadre de TARGET2-Securities en matière d'harmonisation, à savoir identifier les barrières à éliminer, identifier les acteurs en charge de leur élimination et définir un calendrier raisonnable pour cette élimination. En revanche s'il était légitime pour l'Eurosystème de raisonner en termes de standards applicables par l'ensemble des acteurs dans le cadre du projet T2S, il peut difficilement imposer des standards pour des sujets liés par exemple à la monnaie banque commerciale. C'est pourquoi, le cas échéant, l'Eurosystème pourra définir, en lieu et place de standards, des pratiques de marché qui n'auront évidemment pas la même valeur que les standards, mais qui pourront néanmoins faire l'objet d'un suivi de mise en œuvre à peu près dans les mêmes conditions.

Dans le cadre du projet Union des marchés de capitaux (*Capital Markets Union – CMU*) lancé par la Commission européenne, le Forum européen du post-marché (*European Post-Trade Forum – EPTF*), composé d'experts et de représentants des associations professionnelles, s'est également penché sur le sujet de l'harmonisation du collatéral. Plus généralement les travaux de ce groupe ont débouché sur la remise à la Commission européenne d'un

rapport qui sera publié concomitamment à la publication d'une consultation. Le rapport EPTF liste les barrières Giovannini qui ont été levées et celles qui restent à lever mais recense également les barrières qui n'avaient pas été identifiées à l'époque ou qui sont nouvellement apparues. Il identifie également les acteurs en charge de lever ces barrières ainsi que la façon possible de le faire et les délais envisageables. À côté des barrières à lever, une liste d'obstacles a également été dressée qui ne sont pas considérés aujourd'hui formellement comme des barrières mais qui pourraient le devenir (*watch list*). En outre, cette liste tient compte, s'agissant des thèmes relatifs au collatéral, des travaux du HSG.

Toujours dans le cadre des travaux du HSG, une *task force* dédiée aux problématiques Blockchain/DLT<sup>3</sup> a été mise en place car derrière ces technologies se pose potentiellement la question de l'harmonisation. En effet, les nombreuses initiatives et expérimentations qui se développent, tant au niveau national qu'international, pourraient remettre en cause tous les travaux réalisés en matière d'harmonisation. L'objectif de cette *task force* est d'évaluer l'incidence potentielle de cette technologie Blockchain/DLT appliquée non seulement à l'univers TARGET2-Securities mais aussi, plus largement, à l'ensemble du post-marché. Pour ce faire, elle a passé l'ensemble des sujets sous l'angle de la *Distributed Ledger Technology (DLT)* selon un découpage au demeurant sensiblement identique à celui du rapport EPTF, c'est-à-dire gestion d'actifs, règlement/livraison, diffusion d'informations et gestion du collatéral. Le résultat de ces travaux fait aujourd'hui l'objet d'un rapport qui pourrait également faire l'objet d'une publication.

Cependant, même si les initiatives menées sont intéressantes et pertinentes, il ressort de manière plus générale que la technologie Blockchain/

<sup>3</sup> Distributed Ledger Technology.

### Les perspectives européennes : les travaux de la Banque centrale européenne (BCE)

DLT n'est pas suffisamment mature à ce stade pour apporter des réponses concrètes pouvant être mises en œuvre immédiatement en matière d'harmonisation (sans parler des domaines tels que le règlement/livraison en monnaie banque centrale pour lesquels les technologies mises en

œuvre ont démontré leur efficacité). Les efforts en matière d'harmonisation doivent donc être poursuivis pour le moment selon des voies technologiques traditionnelles et classiques. Cependant, les perspectives de la technologie Blockchain/DLT sont telles qu'on peut raisonna-

blement s'attendre à des percées majeures dans des domaines comme les opérations sur titres (OST) ou l'identification des actionnaires, sur un horizon potentiellement de cinq à dix ans. ■

## Conclusion

**Hugues Maignan**

*Chef du Bureau de l'épargne et du marché financier,*

**DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR, MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES**

Merci à l'AFTI de m'avoir invité pour conclure cette matinée d'échange et de réflexion sur la question du collatéral. Cette question est devenue centrale pour les marchés financiers avec la mise en œuvre des très nombreuses réglementations post-crise. Alors que nous sommes peut-être à l'aube d'une nouvelle ère, d'autres initiatives réglementaires sont à venir, des initiatives sur lesquelles nous aurons certainement l'occasion de revenir lorsqu'elles seront en place.

Je voudrais évoquer en conclusion les défis, tant au plan européen qu'au plan national, que les représentants des marchés financiers et en particulier les professionnels des titres, vont devoir relever dans les mois et les années à venir.

La première actualité européenne dans le secteur financier s'articule autour de deux éléments qui semblent un peu contradictoires : le souhait d'une intégration plus forte des marchés de capitaux dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux (UMC), d'une part, et, d'autre part, la décision du principal centre financier européen de se retirer de l'Union européenne dans le cadre du Brexit.

Nous nous réjouissons de voir que dans sa revue à moyen terme sur l'Union des marchés de capitaux (UMC), la Commission européenne a suivi les recommandations – que nous lui avons faites dans le cadre de sa consultation – de ne pas reculer en abandonnant l'initiative mais au contraire de se montrer plus ambitieuse en essayant de doter l'Union européenne à vingt-sept, de marchés de capitaux plus efficaces et plus crédibles afin d'éviter, ou tout au moins de limiter, leur dépendance à la Place londonienne pour permettre à l'Union européenne de disposer de la maîtrise de ses propres risques financiers. Les initiatives sur le renforcement de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais) et sur les infrastructures de marché nous semblent aller dans ce sens.

Nous soutenons les réformes du règlement sur les infrastructures de marché européennes

(EMIR) initiées par la Commission européenne autour de deux axes principaux. Le premier concerne les chambres de compensation (CCP) de l'Union européenne avec une intégration plus forte de la supervision de celles-ci, en confiant la responsabilité de cette supervision à un « conseil » au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais), baptisé « *CCP Executive Session* », dont la composition renforce l'efficacité de la procédure de décision tout en respectant un équilibre dans la représentation des différents acteurs de l'écosystème des chambres de compensation. Le second concerne les chambres de compensation de pays tiers – en particulier celles situées à Londres – avec des exigences plus strictes incluant une supervision directe de ces dernières par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA), et pouvant aller jusqu'à une obligation de localisation dans l'Union européenne de celles qui compensent des produits libellés en euros lorsqu'elles présentent un risque systémique en raison de l'importance de leurs activités. C'est un sujet qui fait débat parmi les professionnels en France et en Europe. Nous pensons qu'il est très important d'assurer une maîtrise des risques qui peuvent exister au sein des chambres de compensation par les autorités européennes elles-mêmes. Cela peut passer par une « politique de localisation ». Cela peut passer par une supervision directe mais nous plaiderons dans le débat au Conseil pour que l'on aille plus loin dans cette supervision directe en dotant les autorités européennes de pouvoirs de résolution des chambres de compensation de pays tiers. Nous pensons en effet que certaines décisions doivent relever de la compétence des autorités européennes. Aujourd'hui en cas de résolution, la Banque d'Angleterre est seule compétente pour décider, par exemple, de la fermeture de SwapClear, qui représente 99 % du marché des swaps de taux en euro.

Ces réformes initiées par la Commission européenne ne doivent toutefois pas occulter une autre proposition législative, un peu passée inaperçue début mai. Son objectif est là aussi de revoir le règlement EMIR en simplifiant les

règles applicables et en les rendant plus proportionnées selon les types d'acteurs et leur volume d'activités. S'il s'agit là d'une proposition importante par les mesures qu'elle comporte, elle constitue également un symbole de la prise de conscience de la part des régulateurs du poids que peut représenter, pour les acteurs, la superposition des différentes réglementations. Nous considérons cette proposition comme un test important pour savoir si les institutions européennes peuvent aboutir rapidement sur un texte technique et consensuel qui vise à alléger la charge de travail des acteurs. Dans la première phase des initiatives relatives à l'Union des marchés de capitaux (UMC), nous avons déjà connu un exemple de texte de simplification avec la révision de la directive Prospectus qui a mis beaucoup de temps à voir le jour et qui n'a pas permis d'atteindre tous les objectifs que nous nous étions fixés au départ. C'est pourquoi nous souhaitons que ces modifications du règlement EMIR, dans le cadre de ce que l'on appelle le *Regulatory Fitness and Performance (REFIT)* program de la Commission européenne, soient le symbole d'une prise de conscience de la part des différentes autorités européennes et nationales de l'importance de simplifier et de rendre plus proportionné les différents textes, tout en préservant leurs objectifs de sécurité et de maîtrise des risques que représentent les marchés de dérivés.

Trois exemples emblématiques de cette proposition nous paraissent intéressants. Le premier est l'introduction de nouvelles exemptions à la compensation centrale pour les contreparties non financières mais aussi pour les petites contreparties financières qui ne traitent que de faibles volumes et ne représentent qu'un faible risque systémique. Le deuxième est la mise en œuvre d'une déclaration unilatérale (*single-sided reporting*) pour les transactions sur les dérivés listés ou négociés de gré à gré – sujet sur lequel nous souhaitons aller plus loin que la proposition de la Commission européenne. Le troisième et dernier exemple est la mise en œuvre d'un principe d'accès aux services de compensation selon des conditions commerciales équitables, raisonnables et non-discri-

## Conclusion

minatoires (en anglais : *Fair, Reasonable And Non-Discriminatory commercial terms – FRAND principle*) qui seront précisées par des actes délégués.

Cependant, tous les sujets ne sont pas aussi consensuels dans ce texte. Le premier concerne la prorogation pour une période de trois ans de l'exemption temporaire de l'obligation de compensation centrale pour les fonds de pension. En effet, nous considérons que ces derniers, notamment en raison de leur taille, sont susceptibles de présenter un risque systémique important au sein de l'Union européenne. Nous ne demandons pas que cette obligation de compensation centrale s'applique dès maintenant mais nous pensons néanmoins qu'il serait souhaitable de fixer un horizon temporel clair et non renouvelable à cette exemption. Le second concerne la classification des entités de titrisation comme des contreparties financières au titre d'EMIR, qui ne nous semble pas aller dans le sens souhaité d'une simplification et d'une proportionnalité. Quoi qu'il en soit, les discussions vont se poursuivre au sein du Conseil et du Parlement afin de parvenir à un consensus sur un texte de qualité.

La Commission européenne a annoncé dans sa communication sur son examen à mi-parcours du plan d'action pour l'Union des marchés de capitaux (UMC) qu'elle proposerait un texte législatif précisant les règles en matière de conflits de lois concernant l'opposabilité

des transactions transfrontières sur titres et créances, au quatrième trimestre de 2017. Elle a mandaté un groupe d'experts pour réfléchir à l'élaboration d'un projet de texte visant à lever toutes les incertitudes qui peuvent exister dans le cadre de transactions transfrontières sur la loi applicable. Pour se faire, elle a également lancé une consultation publique qui s'achèvera le 30 juin. Il s'agit d'un sujet délicat qui a fait l'objet de débats intenses tant sur le plan international avec la rédaction de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 qu'au sein de l'Union européenne avec les tentatives de transcription en droit européen de celle-ci. Nous sommes tout à fait conscients de l'attachement des acteurs français au fonctionnement continental du droit des titres. C'est pourquoi nous serons extrêmement vigilants à ce que ce fonctionnement ne soit pas remis en cause par ce texte, s'il devait voir le jour. Nous veillerons donc à ce que celui-ci se limite à traiter des aspects relatifs aux conflits de lois sans préfigurer ce que pourrait être le droit des titres au niveau européen. L'implication de l'ensemble des acteurs de la Place de Paris est absolument nécessaire car l'incertitude est très forte quant à l'issue des travaux de la Commission européenne. Selon les échos que nous avons reçus, il existe aujourd'hui un risque potentiel d'une remise en cause des équilibres qui avaient été trouvés dans le cadre des discussions européennes qui avaient suivi la rédaction de la Convention de La Haye.

L'ensemble de ces réformes réglementaires font partie intégrante d'un même effort pour préserver et développer les marchés de capitaux dans l'Union européenne, et particulièrement dans l'Union européenne à vingt-sept suite au Brexit. Ce bouleversement du secteur financier européen, qui constitue un véritable défi, ouvre également de réelles opportunités. Les ritanniques étaient très présents, parfois omniprésents. Une place est à prendre. Nous devons essayer de combler ce vide.

Dans ce nouvel espace à vingt-sept, la France dispose déjà du leadership en matière de services bancaires, gestion d'actifs et métiers titres. Elle dispose d'infrastructures de marché de grande qualité. Elle dispose également de régulateurs et de superviseurs dont la réputation dépasse les frontières de l'Europe. Nous sommes convaincus qu'elle peut prendre le leadership européen en matière de services financiers. Mais elle doit aussi exercer un leadership intellectuel et stratégique dans les travaux initiés par la Commission européenne. Cette conviction est largement partagée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Le gouvernement s'est engagé à accompagner ce mouvement. Il devrait annoncer un agenda pour la promotion de la Place financière de Paris qui profitera à l'ensemble de ses acteurs et permettra de libérer les énergies que nous savons très nombreuses sur notre Place. ■



## Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 2428-0801

Directeur de Publication : **Éric Dérobert**

Rédacteur en chef : **Éric Dérobert**

Rédaction : **Bruno Douvry**

Réalisation : **Café Noir**

Photo : détail de «L'autre côté» de **Germain Plouvier**, en partenariat artistique avec l'AFTI.

Les supports de présentation sont disponibles sur [www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)

**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