

Spécial Conférence

Impacts des évolutions du Post-Marché sur les produits de taux



En partenariat avec



Numéro 27

Sommaire

p. 1
Introduction

p. 3
**Besoin des
professionnels des taux**

p. 6
**Point d'actualité sur
les produits de taux**

p. 9
**Point sur les évolutions
réglementaires**

p. 13
**Offres en matière
de compensation**

p. 17
**Table ronde :
Quelles opportunités
pour les produits de
taux au travers des
initiatives post-marché ?**

p. 24
**Conclusion
de la Conférence**

Introduction par **Marcel RONCIN**, Président de l'AFTI

Bonjour à tous,
Bienvenue à notre dernière manifestation
2007 organisée en partenariat étroit avec
l'Association des Marchés de Taux en Euros
et la Fédération Bancaire Française.

Un mot sur l'AMTE : l'AMTE est une asso-
ciation créée en 2002 et qui contribue au
développement des marchés obligataires
en euros.

L'AMTE rassemble autour de sujets d'actualité
technique et réglementaire, les différentes caté-
gories de participants des marchés de taux, qu'il
s'agisse des émetteurs, des intermédiaires et des
investisseurs.

L'AMTE se positionne comme forum d'échanges
et émet des propositions sur des sujets variés :

- Produits indexés sur l'inflation,
- Distribution des produits de taux au plan euro-
péen, etc.

Son Conseil d'Administration reflète cette diversi-
té : son Président actuel est Bertrand de Mazières
et son secrétariat général est basé à Paris.

Bienvenue à nos amis de l'AMTE. Nous nous pro-
mettons de renouveler ce partenariat.



Je voudrais avant toute chose excuser l'absence
de Benoît COEURE, Directeur Général de l'Agen-
ce France Trésor, qui n'a pu se dégager à temps
pour participer à nos travaux.

Édouard PAYEN, Executive Director-sas origi-
nation CALYON, qui a été approché hier, a bien
voulu, au pied levé, préparer une intervention.

Je voudrais l'en remercier chaleureusement.

Cette conférence est placée sous le signe des
Marchés de Taux, thème que nous n'avions plus
traité je crois bien depuis trois ans!

Les sujets qui nous occupaient en 2004 semblent
bien loin. Je les rappelle brièvement : les défauts

Introduction

de livraison sur dette souveraine européenne, la problématique du Netting en Repo, l'actualisation du cahier des charges régissant les relations entre l'AFT et les SVT.

Les marchés évoluent, le monde change, comme l'évoqueront tout à l'heure nos intervenants.

C'est particulièrement le cas dans le domaine des infrastructures, dont les évolutions sont structurantes pour l'ensemble des métiers.

Or, les projets et les réalisations sont légion, et la période actuelle est sans doute l'une des plus chargées qui soient.

Ainsi, avons-nous vu ces six dernières semaines :

- ▶ La mise en place effective de la MIFID, avec l'émergence, effective ou en devenir, de plates formes de trading concurrentes des marchés organisés.

- ▶ Le lancement réussi du stream 1 d'ESES (ESES France) d'Euroclear.

- ▶ L'ouverture de la fenêtre 1 de Target 2 cash, avec le basculement notamment de l'Allemagne.

Déjà se profilent à l'horizon des prochains mois les streams 2 et 3 d'ESES, le passage au carnet d'ordres unique d'Euronext et les fenêtres 2 et 3 de T2C dont, en février, la fenêtre française,

pour ne citer que certains des principaux projets impactant les marchés financiers.

L'un des événements marquants qui nous attend en 2008 est sans doute Target 2 Securities, cette initiative de l'Eurosystème qui vise, si elle devait être confirmée l'été prochain par le Conseil des Gouverneurs de la BCE, à faire émerger à l'horizon 2013/2014 une plateforme unique de R/L des titres en Euros.

Trois jours après l'annonce par la BCE du lancement du projet T2S en juillet 2006, la Commission Européenne, faisant le choix de ne pas légiférer dans le domaine du post-marché, prenait l'initiative d'un Code de bonne conduite des infrastructures de Marché, dont la mise en œuvre est en cours.

Plus généralement, les récentes initiatives prises se veulent une réponse à l'attente exprimée par les marchés concernant à la fois le besoin de consolidation des infrastructures, la simplification des accès, un gain de temps, une meilleure interopérabilité et, par là, une réduction des coûts pour les utilisateurs.

J'ajouterai le besoin de résilience, désormais considéré comme vital.

Une statistique réalisée par l'Eurosystème évaluait, voici quelques années, à plus de 100 le nombre d'infrastructures en Europe, en cumulant les systèmes de titres et de paiements.

Ce chiffre a sensiblement diminué depuis, mais le chemin est encore long, même si les choses avancent si l'on songe aux mouvements en cours, ou en préparation dans le trading, le clearing et le R/L.

Globalement parlant, est-on parvenu à un niveau d'harmonisation satisfaisant en Europe? Il reste en fait beaucoup de choses à faire, dans les pratiques de post-marchés, et dans les domaines de la réglementation et de la fiscalité.

À chacun ses responsabilités. Nous aurons à prendre les initiatives nécessaires pour ce qui nous concerne.

Bonne conférence. ▶





Besoin des professionnels des taux

par **Édouard PAVEN**, Executive Director SAS Origination - CALYON

Je suis ravi de pouvoir dire quelques mots en tant que spécialiste du marché de taux du point de vue de l'Origination.

Quelques remarques préliminaires : nous vivons dans un marché interconnecté avec tous les autres marchés de la zone Euro et qui doit devenir plus transparent. Nous avons tous besoin d'harmonisation et de simplification.

En tant qu'originateur au sein de Calyon, j'ai été amené à travailler sur de nombreux marchés. Calyon, présent comme primary dealer sur tous les marchés obligataires de la zone euro, possède une forte expérience des marchés domestiques et de l'interconnectivité qui existe entre tous ces marchés.

En tant que représentant du front-office, il est évident que nous avons besoin de plus de discussions en interne avec le back-office, le post-office ainsi que de plus de communication avec nos compétiteurs et avec les différents intervenants de Place. Lorsque l'association des SVT s'est transformée il y a quelques années en AMTE, il y avait en son sein des intervenants tels que les états européens, les agences européennes, les banquiers, les plates-formes électroniques... On se rend bien compte qu'il est difficile d'avancer dans l'Europe d'aujourd'hui sans pouvoir trouver des solutions satisfaisantes pour tout le monde. Quelque soit le marché où on se trouve, il est impossible de ne pas se préoccuper de ce qui se passe ailleurs. Toute évolution du marché français nécessite une connaissance des événements qui ont lieu sur les autres marchés.

Pour en revenir à la Dette de l'État Français et au marché de taux : le marché de taux est un marché OTC, marché non centralisé, qui comprend de nombreux intervenants. Le marché de taux est un marché sur lequel le market making est important car il fournit la liquidité aux différents intervenants. Cette liquidité a pris un poids important depuis l'arrivée de l'Euro et a besoin d'être renforcée dans la mesure où, pendant la crise de cet été, le manque de liquidité sur certaines plates-formes était due au fait que la plupart des intervenants était dans le même sens. En temps de crise, le marché de taux n'est pas un marché aussi liquide que celui des actions.

Des choses restent à faire et c'est pour cela que l'AFT et l'AMTE organisent ce genre de discussions aujourd'hui puisque le système est encore améliorable. L'AMTE est actuellement en relation étroite avec la European Primary Dealer Association et avec d'autres associations. Ceci veut donc bien dire, qu'en tant qu'organisme français, il est impossible de ne pas tenir compte de toute l'évolution du marché. Dans ce contexte, les gouvernements sont en compétition les uns par rapport aux autres en tant qu'émetteurs et ont tout intérêt à ce que leur marché soit liquide, transparent et plus performant que les autres marchés de façon à assurer aux investisseurs plus de transparence, plus de liquidité et des coûts d'intervention les plus faibles possibles.

Un élément différenciant le marché français par rapport aux autres marchés : peu d'afficha-

ge des prix puisque tout est fait par rapport au market making et qu'il existe un marché centralisé pour les particuliers. Les prix affichés sont essentiellement à destination des particuliers, afin qu'ils puissent traiter en Bourse, et de certaines institutions pour l'évaluation de leur portefeuille. Ceci pourrait être amené à évoluer dans le futur. Sur les marchés de taux, beaucoup de choses sont effectuées pour améliorer la transparence et la liquidité mais nous ne sommes pas encore arrivés à un point de transparence et de liquidité suffisantes. La mise en place de la directive MiFID permettra plus de transparence et plus de liquidité compte tenu des contraintes qui sont apportées aussi bien aux banques qu'aux investisseurs dans ce domaine.

Le market making, historiquement fait à la voix, est aujourd'hui fait de plus en plus par des plates-formes électroniques et la voix est de moins en moins représentative lorsqu'on traite avec des plates-formes Inter Dealers Brokers. Les échanges entre les banques se font principalement via les plates-formes électroniques notamment avec MTS.

MTS a un quasi monopole, en grande partie remis en question, et va entraîner la création d'un univers au sein des marchés domestiques européens composé de multiplateformes. La création de ces multiplateformes va amener un certain nombre de contraintes au niveau des émetteurs, des intermédiaires dans la mesure où plus de reportings consolidés seront attendus. Tout ceci est en train de se mettre en place. L'AMTE travaille avec les banques sur la

Besoin des professionnels des taux

façon d'organiser ce marché des multiplateformes. Celui qui va être créé en France sera créé d'une façon similaire dans les autres pays de la zone Euro. Cette évolution logique de notre système passe, en terme de market making, d'une situation de mono plate-forme à celle de multiplate-forme. Plus tard, nous pourrions envisager la création d'un marché centralisé pour les titres obligataires.

Pour terminer sur ces plates-formes, le B to C prend de plus en plus de poids et entraîne au niveau des back-offices des traitements informatiques de plus en plus complexes. Les volumes étant de plus en plus importants, la probabilité d'erreur, généralement humaine, est de plus en plus élevée. Nous avons donc besoin de mettre en place des systèmes de plus en plus transparents et de plus en plus rapides permettant de sécuriser les flux traités par les clients tout en minimisant les coûts. D'autant plus que, lorsqu'on est présent sur un seul marché, se concentrer sur les améliorations à effectuer sur ce marché reste faisable. En revanche, quand on est présent sur 10 voire 11 marchés, la tâche devient plus complexe sauf si une harmonisation européenne est en place.

Il ne faut pas oublier l'importance des swaps et des plates-formes de swaps au sein des marchés obligataires et de taux. L'État Français émet chaque année des montants importants qui ne sont généralement pas swapés alors que la plupart des autres émetteurs ont une tendance naturelle à swaper leurs émissions de taux fixe en taux révisables. Le marché des swaps est aussi un marché qui se développe davantage que le marché obligataire, dans la mesure où il permet de swaper en primaire mais aussi en secondaire.

L'émetteur recherche le plus d'efficacité possible au niveau du front, c'est-à-dire au niveau du primaire, mais aussi au niveau du secondaire, du back-office et des traitements. Lorsque l'État Français vend sa dette, il vend un système que nous avons mis en place avec le Trésor français, et c'est notamment le système de la France qu'il va vendre à l'étranger au même titre que les autres États vendent leur propre système de leur côté. En terme d'harmoni-

sation, chaque mois, nous devons envoyer au Trésor les statistiques sur les volumes que nous traitons. Pendant très longtemps, chaque "Trésor" avait des statistiques très différentes les unes des autres et les traitements informatiques étaient difficiles car pour dix "Trésors", il fallait traiter dix rapports différents. Or l'évolution des marchés européens a permis de créer un « harmonised reporting format » : toutes les banques actives sur les marchés de dette européens envoient tous les mois aux différents "Trésors" leurs activités secondaires sur le même format. Ceci a permis de passer plus de temps à faire d'autres choses et a été une simplification colossale. Actuellement, seule l'Allemagne n'a pas encore rejoint ce système européen.

L'évolution de toutes ces plates-formes et des back-offices doit entraîner une plus grande sécurité, une plus grande transparence mais aussi une plus grande harmonisation au niveau européen.

Il est donc important de savoir ce que font les autres pays avant de changer les choses en France dans la mesure où la plupart des intervenants sur le marché français interviennent aussi sur les autres marchés et pourraient être amenés à privilégier certains marchés si ces derniers étaient plus liquides et moins chers. En tant que banquiers français, notre rôle est de participer à l'évolution des marchés dans la mesure du possible et de vérifier que cette évolution est en ligne avec les évolutions des autres marchés européens.

Beaucoup d'efforts ont été faits en matière d'harmonisation mais sur les marchés de taux, il reste encore beaucoup de contraintes domestiques engendrant l'absence de marché unifié en Europe. Les contraintes domestiques, fiscales restent nombreuses et cela prendra un certain temps avant de dire que le marché de taux est un marché unifié. Cependant, les efforts qui ont été faits par les autorités de Place domestiques, européennes ou professionnelles sont énormes dans la mesure où, par rapport à 1998, les choses sont beaucoup plus faciles et la communication entre intervenants, entre émetteurs et entre banques elles-mêmes est bien meilleure.

Au sein de chaque établissement, des efforts

restent à faire pour améliorer la communication entre front-office et back-office afin de pouvoir représenter toute l'institution. Davantage de communication entre les établissements, entre les intervenants de chaque place domestique et plus d'interventions au niveau des marchés européens permettraient de pouvoir parler un jour de marché de taux unique.

MiFID crée l'obligation pour les investisseurs d'avoir trois prix. Pour cela, ils doivent soit appeler trois contreparties soit trouver ces trois prix sur la même plate-forme. Actuellement, les investisseurs choisissent un certain nombre de plates-formes sur lesquelles la plupart des institutions cotent des prix ce qui leur permet d'avoir, à un moment donné, trois prix d'institutions différentes. Lorsque les intervenants ne veulent pas mettre de prix sur les plates-formes, ce système ne fonctionne plus et c'est ce qui s'est passé cet été. C'est à l'occasion de grandes difficultés sur les marchés qu'il est possible d'identifier les dispositifs qui fonctionnent et ceux qui fonctionnent moins. Ceci permet ainsi d'avancer plus vite que si la crise n'avait pas eu lieu. Ces améliorations sont dans l'intérêt de tous.

Le B to C avance bien car un certain nombre de plates-formes sont en place auprès d'investisseurs et leur permettent de traiter avec plusieurs intervenants. Concernant les multiplates-formes pour le B to B, tout reste à faire. De notre point de vue de banquier, les multiplates-formes ne nous gênent pas puisque sur certains marchés, nous travaillons déjà comme cela. Un travail important reste à faire au niveau de chaque plate-forme pour être sûrs que chaque plate-forme remplit les critères demandés par les États et leurs SVT. Ce travail est en cours dans plusieurs pays tels que la Hollande, la Belgique, la France... À terme, cela devrait faire évoluer le paysage. Pour le moment, on effectue un reporting qui provient d'une plate-forme pour le market making interbancaire mais si nous devons intégrer ce market making sur plusieurs plates-formes, certaines complications sont à prévoir. Des discussions sont à prévoir avec l'AMTE et l'AFT de façon à trouver le système optimal.

Le marché européen bouge beaucoup, les communications entre Trésors, entre banques et entre participants au marché s'améliorent beaucoup. Chaque marché étant très différent de l'autre, il sera difficile toutefois d'arriver à un marché unifié dès demain.

Je suis ravi d'être là aujourd'hui car avoir l'opportunité de discuter entre intervenants, banquiers est une des façons les plus astucieuses de faire avancer rapidement ces marchés. Bénéficier des expériences des uns et des autres et de la visibilité de ce qui se passe

ailleurs permet d'éviter les erreurs. On peut donc encore améliorer le système que nous avons aujourd'hui bien que beaucoup de choses aient été améliorées ces dernières années. ▶

Questions de la salle

Que pensez-vous de l'arrivée du By Side sur les plates-formes B to B? Vont-elles apporter cette liquidité? Quelle est la vision des spécialistes actifs sur ces plates-formes B to B?

L'arrivée d'autres intervenants sur les plates-formes B to B fait généralement référence aux hedge funds. Ces hedge funds ont, de par leurs activités, un bilan relativement important et sont à même dans certains cas de fournir une liquidité importante. Cependant, il ne faut pas mélanger les métiers. Lorsque tout va bien, ils peuvent fournir de la liquidité mais dans d'autres cas, sauf s'ils acceptent les mêmes contraintes que les intervenants bancaires, il sera difficile de les intégrer à ces plates-formes au même titre que les banques. En revanche, il peut être envisageable de desserrer les contraintes imposées aux intervenants actifs sur ces plates-formes. À partir de ce moment, le système peut fonctionner. Il y a beaucoup de contraintes à être sur ces plates-formes et je ne suis pas persuadé que les hedge funds acceptent facilement de respecter toutes ces contraintes. Soit on élargit les contraintes pour tout le monde soit les hedge funds ne rentreront pas dans ces plates-formes telles qu'elles sont aujourd'hui. De plus, peu de hedge funds sont actuellement intéressés par ces plates-formes.



Dans un article paru dans les Échos il y a deux semaines, Benoît Coeuré fait référence à un émetteur européen commun. Pensez-vous que ce temps est arrivé?

Non car chaque État souhaite rester indépendant et garder une certaine autonomie dans sa stratégie et sa gestion. Cependant, il paraît intéressant, essentiellement pour des investisseurs non européens, de créer un produit européen qui pourrait être émis à des conditions plus intéressantes que le plus cher des États européens et à l'intérieur duquel chaque pays aurait un montant alloué à la hauteur du poids de sa dette ou de son économie. En tout état de cause, il s'agirait d'un test qui ne représenterait qu'une faible partie des besoins de financement de chaque État. Une autre idée circule : rassembler certains petits pays pour effectuer des émissions communes, plus liquides. Cependant, les pays concernés souhaitent conserver leur indépendance.



Point d'actualité sur les produits de taux

par **Marc TIBI**, Responsable Grands Projets d'Infrastructure Bancaire, BNP Paribas Securities Services

Je suis ravi qu'il y ait une conférence AFTI-AMTE sur les produits de taux car c'est un événement assez rare, la dernière conférence remontant à plus de 30 mois.

On parle assez peu des marchés de taux par rapport aux marchés de cash. Ce sont des marchés cachés mais garants indispensables de la politique économique et monétaire d'un pays et qui permettent de postuler à des opérations de politique monétaire. La quasi-totalité des produits de taux sont collatéralisables et donnent une sécurité au système de règlement/livraison et à l'économie. Ceci est un peu paradoxal puisqu'il existe des obligations fondamentales dans l'industrie titres et cash mais celles-ci reçoivent peu d'échos des investisseurs et des médias par rapport aux obligations du monde actions. Regardons les évolutions du marché de taux.

Pour commencer cet exposé, quelques statistiques :

- ▶ Le marché Euro constitue le plus gros marché de produits de taux mondial (5.8 tr € contre 4 tr € pour les EU) par rapport au marché américain. Ceci prouve la profondeur et la liquidité du marché de taux négocié en euros.
- ▶ Le collatéral déposé dans les livres de l'Euro-système représente 950 milliards €.
- ▶ En France, les transactions sur les produits de taux représentent environ 90 % des capitaux dénoués sur une base quotidienne et seulement 10 % des transactions. 23000 transactions et 300 milliards sont dénoués sur une base quotidienne avec un stock de produits

de taux déposés en Euroclear France d'environ 1700 milliards d'euros.

Nous sommes en face d'un monde qui change... et qui change vite!

Les industries titres et cash évoluent : consolidations boursières (fusion Euronext et NYSE), émergence de nouvelles plates-formes de trading, de nouvelles chambres de compensation (fusion LCH et Clearnet), apparition de la première fenêtre de Target 2 Cash qui a démarré le mois dernier sur la zone allemande, projets de système de règlement/livraison titres ou de gestion optimisée du collatéral à savoir ESES et Single Platform, pilotée par le groupe Euroclear, ou projets pilotés par l'Euro-système comme Target 2 Securities ou CCBM 2.

Nous sommes définitivement dans un monde qui change vite et tout se passe finalement comme si, après l'avènement de l'euro en 1999, on souhaitait accélérer un maximum de choses existantes.

Ce monde change, notamment sur deux plans : le plan réglementaire et le plan des infrastructures.

Au niveau réglementaire, deux grandes modifications :

Premier principe : la nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers, la MiFID, qui a démarré le 1^{er} novembre 2007 et qui repose sur 3 grands principes :

- ▶ Possibilité d'Internaliser des ordres sur un marché réglementé. Cette possibilité est peu opérante pour les produits de taux puisque les produits de taux existent essentiellement

dans le monde OTC.

- ▶ Meilleure exécution : l'intermédiaire doit prouver à son client que son ordre a été exécuté dans les meilleures conditions selon certains critères jugés pertinents par le client comme le prix, la certitude du règlement/livraison, la rapidité d'exécution de l'ordre...
- ▶ Transparence pré et post trade : la transparence pré trade correspond à l'affichage d'une fourchette de prix avant la négociation et la transparence post trade à un reporting de transaction.

Quand on regarde les principes de meilleure exécution et de transparence, on se situe clairement dans les objectifs énoncés précédemment par Édouard Payen à savoir le besoin de transparence et de lisibilité sur les coûts pour les produits de taux.

Deuxième principe réglementaire : le Code de conduite, initié par la Commission Européenne, et qui est opérationnel depuis cette année. Le Code a été signé par des infrastructures telles que les chambres de compensation, les dépositaires centraux et repose sur trois grands principes :

- ▶ Lisibilité et transparence des coûts, dénominations communs avec la MiFID. Des outils permettant de comparer les prix et de connaître très clairement pourquoi nous sommes facturés sont nécessaires. En effet, les attentes des négociateurs, des utilisateurs, des apporteurs d'affaires sont très claires : réaliser des économies substantielles sur leurs opérations, économies qui peuvent se

décliner sur 3 niveaux : sur les coûts d'exécution, les coûts de compensation et les coûts de règlement/livraison.

- ▶ **Dégroupage des services et séparation comptable** au niveau des tarifs supportés par l'utilisateur.
- ▶ **Interopérabilité.** Cependant, l'interopérabilité semble peu opérante sur les produits de taux.

Notons maintenant les modifications au niveau des infrastructures : la chaîne de valeurs d'une transaction se décline en trois étapes : la négociation, la compensation et le règlement/livraison. L'évolution des infrastructures s'effectue sur ces trois niveaux et des initiatives sont présentes à chaque niveau.

Le Trading

Un accord a récemment été signé entre Euronext et la Bourse du Luxembourg, premier émetteur européen de corporate bonds (obligations de titres privés). Suite à cet accord, LCH.Clearnet proposera des opérations de compensation sur les produits négociés sur la Bourse du Luxembourg. Les garanties de la chambre de compensation (garanties de bonne fin, appels de marge, dénouement sécurisé...) vont être appliquées et on aboutira à une diversification en termes de produits. Édouard Payen évoquait précédemment les changements autour de MTS qui représente 70% du marché des transactions obligataires exécutées sur un marché organisé. Le reste des transactions électroniques s'effectue via Broker Tech dans l'environnement européen. MTS est actuellement en train de sortir du giron d'Euronext pour se diriger vers le giron Borsa Italiana et NYSE Euronext va sûrement proposer une offre produit sur les produits de taux en échange à ses négociateurs.

Nous parlions des effets MIFID à savoir l'apparition probable de nouvelles plates-formes de trading sur les produits de taux. Nous avons beaucoup parlé de Chi-X, de Turquoise qui sont essentiellement des plates-formes de type actions. Cependant, rien n'empêcherait des plates-formes électroniques d'émerger. Le cas s'est déjà produit aux États-Unis avec E-Speed

mais il semble qu'en Europe, nous soyons moins mûrs pour voir apparaître de nouvelles plates-formes électroniques. Cependant, il n'y a aucune raison que les plates-formes électroniques ne voient pas le jour également sur les marchés de taux.

Finalement, avec de plus en plus de plates-formes électroniques, le monde des produits de taux va s'ouvrir à la concurrence et les solutions post-marché qui seront proposées devront respecter ce principe de concurrence. Aujourd'hui, seule la chambre de compensation est impliquée pour le dénouement sur les produits de taux. Avec l'apparition de nouvelles plates-formes de trading électronique, de nouvelles chambres de compensation pourraient se créer ainsi que des plates-formes non compensées par des chambres de compensation. Les dénouements pourraient s'effectuer dans plusieurs pays de la zone euro sur le même titre. Des solutions post marché efficaces et « bon marché » restent donc à trouver.

Sur le NYSE Euronext, la négociation sur produits de taux est extrêmement marginale même si quelques obligations y sont cotées. Pour la clientèle particulière, il est difficile de souscrire en ligne certains produits de taux au-delà du ticket d'entrée qui peut être dissuasif. Le taux de pénétration de la clientèle Retail sur les produits de taux est de 0,15%, faible pourcentage comparé à celui du monde actions. Des efforts sont donc nécessaires pour pénétrer la clientèle Retail afin de lui proposer des solutions de compensation et des solutions de règlement/livraison qui lui conviennent. Cette clientèle n'a pas forcément besoin du même degré de perfectionnement ou de réactivité proposé à la clientèle institutionnelle, notamment en terme de reporting. Des solutions plus économiques restent à trouver pour le traitement des opérations négociées par la clientèle Retail.

Le Clearing

Pour les CCP, MIFID va certainement se traduire par l'apparition de nouvelles plates-formes de négociation et les chambres de compensation vont essayer d'établir des liens avec

ces nouvelles plates-formes de négociation afin de récupérer les flux de transactions et de diversifier leur couverture. En cherchant à offrir davantage de produits négociés sur les produits de taux, les chambres de compensation demanderont une couverture de plus en plus internationale par opposition à une couverture domestique.

Aujourd'hui, une chambre de compensation qui resterait uniquement dans son environnement domestique ne serait pas jugée compétitive par l'industrie en regard des événements qu'on connaît sur les marchés de la zone euro. Effectivement, on constate, que les chambres de compensation vont chercher à l'international c'est-à-dire hors de leur marché historique pour offrir des produits à la compensation. Le Luxembourg n'est pas un marché historique de LCH.Clearnet SA et néanmoins LCH.Clearnet SA va offrir la compensation sur ce marché d'ici le début de 2008.

Sur le marché des produits de taux, plus de 80% des transactions se font sur une base bilatérale c'est-à-dire en OTC ou via des voice brokers et ne sont pas encore garanties par la chambre de compensation. 20% des transactions sur les marchés de taux passent sur les marchés réglementés, 70% de cette part étant détenus par MTS.

Lorsqu'une transaction est garantie par la chambre de compensation, celle-ci assure un traitement uniformisé des opérations c'est-à-dire qu'à partir du moment où une transaction tombe dans l'escarcelle de la chambre de compensation, elle sera traitée comme toute autre opération et sera complètement harmonisée. D'un point de vue back-office, ceci représente un avantage non négligeable. La chambre de compensation permet de minimiser les risques opérationnels, de réduire les risques d'un dénouement tardif et d'alléger les coûts de vérification dans les back-offices.

Un effort doit être fait au niveau de l'industrie Titres sur les produits de taux afin d'essayer de faire rentrer le plus possible de transactions via la chambre de compensation.

Pour rappel, passer une transaction par la chambre de compensation permet de réduire d'environ 30% les coûts opérationnels c'est-à-dire les interventions de type correction d'ins-

Point d'actualité sur les produits de taux

truction de règlement/livraison et permet de réduire de 60% les suspens sur opérations.

En pratique, cela se traduit par une réduction de la facture supportée par les professionnels. En terme d'axes de développement des chambres de compensation, on s'aperçoit que beaucoup d'initiatives sont en cours pour bénéficier de produits de trade confirmation comme Trax2 ou Omgeo qui cherchent, d'une part, à se lier à des apporteurs de flux, à des plates-formes de négociation, à des voice brokers et, d'autre part, aux chambres de compensation pour que celles-ci amènent leurs garanties.

Le monde des produits de taux attend que ses transactions soient confirmées au-delà du règlement/livraison le plus rapidement possible donc le plus proche possible de la négociation. Pourquoi ne pas réfléchir à l'élargissement aux produits de taux de SBI qui est typiquement un produit de trade confirmation qui pourrait être éventuellement utilisé pour répondre aux besoins des utilisateurs ?

Le Règlement/Livraison

De nouvelles initiatives sont en cours :

- ▶ Initiatives d'ordre privé : **ESES** (stream 1 lancé en novembre 2007 en France)/**SP** (Euroclear)
 - ▶ Périmètre géographique d'ESES : 3 pays dans un premier temps puis 5 pays européens.
- ▶ Initiatives publiques :
 - ▶ **T2S** Target 2 Securities qui est un système unique de règlement/livraison sur tous produits (Banque Centrale Européenne).
 - ▶ Périmètre géographique : en théorie, tous les pays de la zone Euro voire plus.
 - ▶ **Gestion globale des garanties « 3G »** pilotée par la Banque de France et **CCBM2** (BCE) pour une gestion optimisée du collatéral.

Ces initiatives répondent à un besoin d'avoir une gestion optimale du collatéral.

En conclusion :

Édouard Payen expliquait que le marché paneuropéen de la dette n'existait pas encore au niveau du front. Mais, finalement, au niveau du post-trading, il n'y a pas plus de marché paneuropéen et ce, pour plusieurs raisons :

- ▶ Journées comptables différentes entre les pays.
- ▶ Environnements fiscaux et réglementaires différents : dans certains pays, on traite du Repo, dans d'autres des pensions livrées... Ceci se traduit par des traitements spécifiques au niveau des back-offices et en conséquence des coûts additionnels.
- ▶ Systèmes de règlement/livraison différents entre les pays.

Le collatéral est essentiellement fourni par les produits de taux et constitue une denrée de plus en plus rare et chère comme en témoigne la crise des subprime de cet été. L'objectif des professionnels est de posséder un minimum de collatéral pour un maximum d'utilisation ce qui reviendrait à utiliser le collatéral sur une base cross border et non plus sur une base domestique et à avoir un pool unique de collatéral qui servirait à couvrir l'ensemble des besoins sur l'ensemble des marchés sur lesquels le négociateur voudrait travailler.

En France, beaucoup d'idées ont été remontrées : par exemple, bénéficier de la pension en vrac sur les produits de taux, initiative en cours d'étude et d'analyse. Il existe un vrai besoin de bénéficier d'outils optimisés de collatéral. Seul un système de règlement/livraison unique et des journées comptables harmonisées permettront d'aboutir à une simplification des processus au niveau des back-offices et à une réduction tarifaire au niveau des infrastructures ou en interne (coûts de traitements par les back-offices).

Nous avons évoqué le projet ESES dont le stream 3 en 2008 touchera essentiellement un monde actions. L'essentiel est de voir l'avantage de ESES sur les produits de taux et éventuellement, de compléter ESES avec d'autres offres produits. T2S, prévu pour 2013-2014, est encore soumis à l'approbation du conseil des gouverneurs de la BCE et est encore à l'état de projet de projet.

Les différentes initiatives post-marché doivent répondre à l'ensemble de ces challenges afin de contribuer à l'efficacité et à la réduction des coûts de traitements des chaînes post-marché.

Je vous remercie de votre attention. ▶

Question de la salle

Vous avez dit que l'interopérabilité n'avait pas de sens pour les produits de taux. Cependant, MTS est un des premiers exemples d'interopérabilité. Qu'en pensez-vous ?

Concernant l'interopérabilité et les produits de taux, je voulais simplement dire que le Code de bonne conduite est pour l'instant circonscrit au monde actions, qui travaille plutôt en mode silos (trading/clearing/settlement). Il n'est donc pas nécessaire de demander de l'interopérabilité sur les produits de taux effectivement car nous sommes déjà en mode interopérable : les marchés de taux n'ont donc pas d'attente spécifique pour développer une interopérabilité qui fonctionne déjà (ex en Italie avec CCG et LCH.Clearnet).



Point sur les évolutions réglementaires

par **Mattias LEVIN**, Unité 2 - Internal Market & Services DG, Commission Européenne

Je remercie l'AFTI de m'avoir invité et je salue le travail de l'AFTI sur le post-marché. Dans notre analyse d'impacts sur le post-marché, nous avons regardé beaucoup d'études et notamment une étude de l'AFTI sur le coût du post-marché qui nous a beaucoup servi.

Nous réfléchissons actuellement à une extension potentielle du Code aux produits de taux mais pour le moment, le périmètre reste cantonné au monde actions.

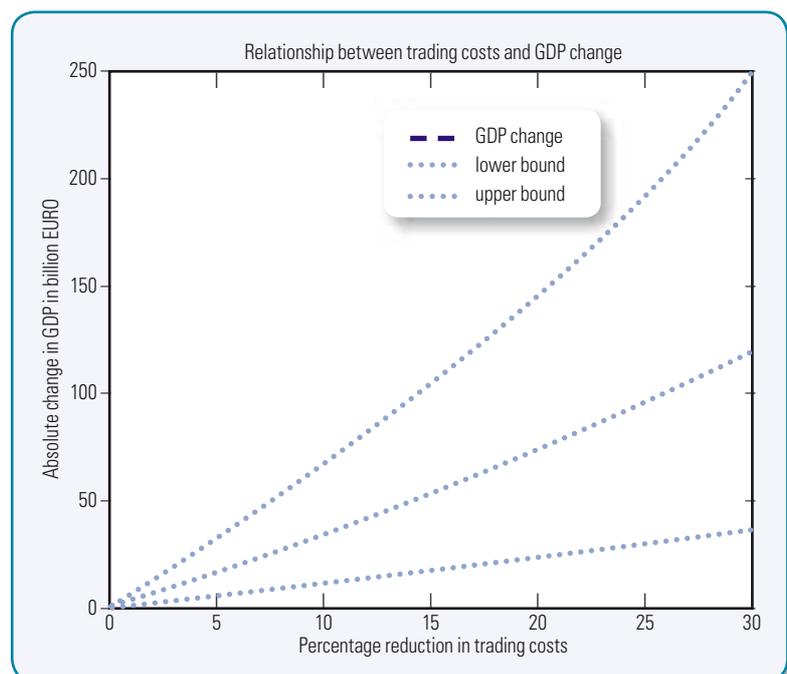
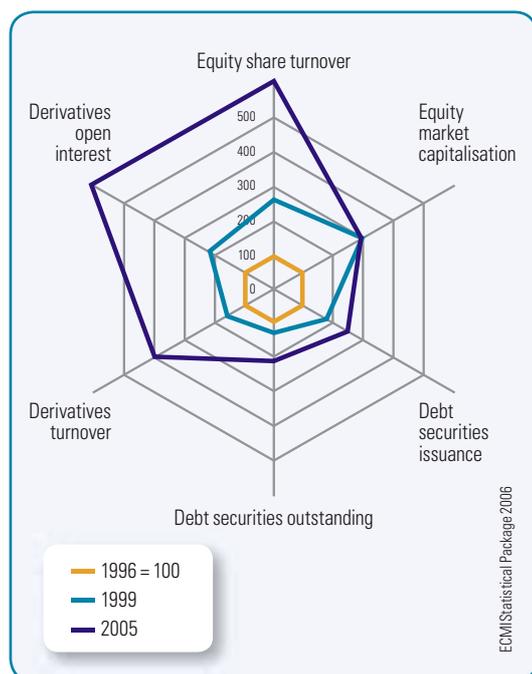
Le Code de bonne conduite est une tentative afin de s'assurer que les libertés que donne la

MIFID dans le post-marché deviennent pratiques notamment dans le choix des lieux de clearing et de règlement/livraison.

Les travaux de la DG Marché Intérieur suivent ce qui se passe dans les marchés et il y a une forte activité au niveau des marchés comme en témoigne le graphique présenté (schéma de gauche).

Une évolution énorme de ces marchés est en cours mais ces derniers pourraient se développer encore plus.

Je fais une petite référence à notre précédente analyse d'impacts qui a abouti à la conclusion suivante : même si les marchés évoluent beaucoup, il existe des barrières notamment dans le domaine post-trading qui réduisent l'efficacité et l'évolution potentielle des marchés. Le graphique suivant provient de cette analyse et montre les impacts sur le PNB des États membres si on éliminait complètement ces barrières : si on parvenait à supprimer les barrières du post-marché, on assisterait à une augmentation significative du PNB (schéma de droite).



Point sur les évolutions réglementaires

Mais des obstacles subsistent :

- ▶ Environnement du post-marché inadéquat
 - ▶ Environnement domestique : efficient et sûr.
 - ▶ Environnement transfrontalier : fragmenté et par conséquent coûteux et, potentiellement, plus risqué.
- ▶ Les raisons : obstacles à la prestation transfrontalière
 - ▶ Différences nationales au niveau technique et dans les pratiques des marchés.
 - ▶ Différences nationales dans les procédures fiscales.
 - ▶ Insécurité juridique entre les différentes juridictions, même dans l'Union Européenne.

Les différentes options au niveau européen

- ▶ Les rôles de la Commission
 - ▶ « Honest broker » : encourager et appuyer l'action du secteur privé par des guides et des standards.
 - ▶ « Enforcer » : faire respecter la législation en vigueur.
 - ▶ Législateur.
- ▶ Trois domaines d'engagement pour l'industrie et un domaine d'engagement pour la Commission : le Code
 - ▶ Transparence de prix depuis le 31 décembre 2006.
 - ▶ Accès et interopérabilité depuis le 30 juin 2007.
 - ▶ Découplage et séparation des comptes entre en vigueur le 1^{er} janvier 2008.
- ▶ Un domaine d'engagement pour la Commission et autres régulateurs
 - ▶ Surveillance de la bonne implémentation des infrastructures qui ont signé ce Code.
- ▶ La portée du Code est très précise
 - ▶ D'abord les actions puis extension vers d'autres instruments plus tard si ce Code fonctionne bien.
 - ▶ Le Code s'applique à ses signataires : les infrastructures.

Le Code est complété par l'application des règles de concurrence. Le Code est un instrument. Si celui-ci n'obtient pas de succès, d'autres instruments sont disponibles.

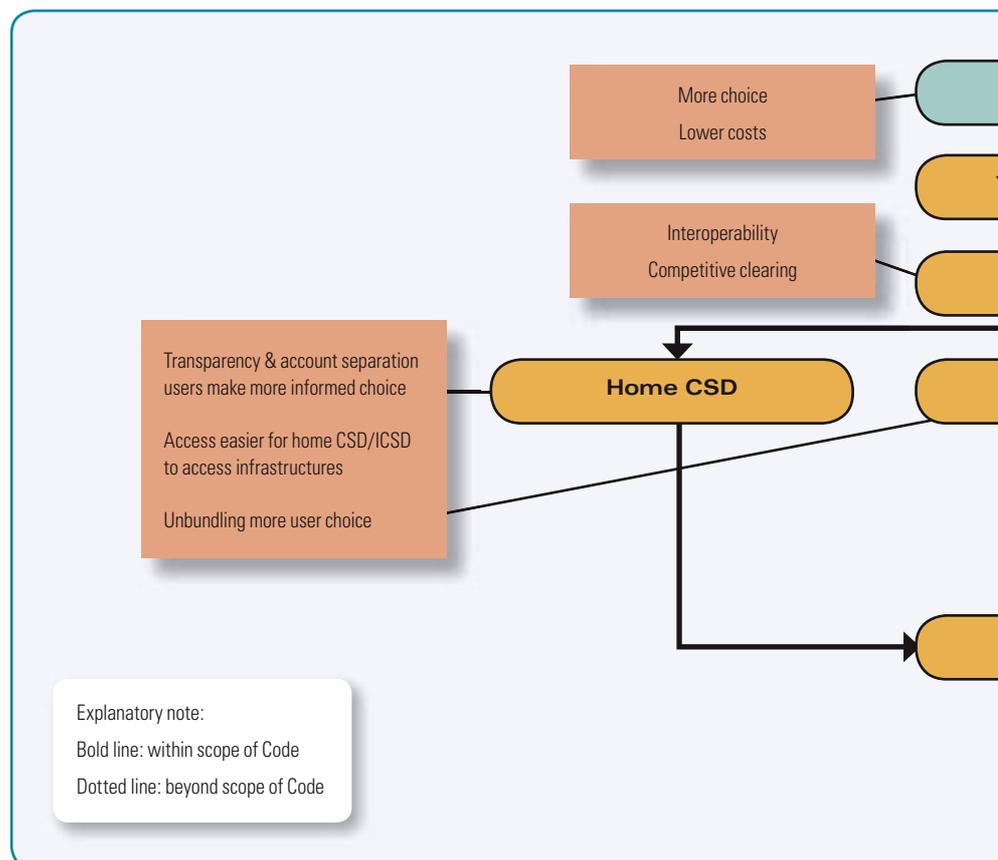
La surveillance du Code

Cette surveillance repose sur trois piliers :

- ▶ Le MOG (Monitoring Group) qui inclut les différents acteurs publics qui ont un intérêt dans le post-marché
 - ▶ Acteurs : MARKT (préside), COMP, ECFIN, CERVM & BCE.
 - ▶ Les représentants des infrastructures et des utilisateurs sont invités à ces réunions d'échanges. La prochaine réunion se tiendra le 21 janvier 2008.
- ▶ Les auditeurs externes : le Code prévoit que les signataires du Code demandent aux auditeurs externes leur opinion sur la conformité ce qui reviendrait à vérifier que

l'organisation concernée applique le Code correctement. Les « Termes de référence » proposés par la Commission en consultation avec les infrastructures et les utilisateurs sont en plein développement et vont s'appliquer au troisième volet du Code (découplage/séparation comptable). Les infrastructures vont s'auto évaluer sur la base de « comply or explain » et les auditeurs vont donner leurs opinions en termes d'« assurance engagement » selon des standards internationaux et ces rapports seront envoyés aux autorités compétentes.

- ▶ Autorités nationales
 - ▶ Rôle explicite : réceptionner les comptes non consolidés et les coûts & revenus des services découplés de la part des infrastructures.
 - ▶ Rôle implicite : vérifier que l'opération des liens entre infrastructures n'influence pas le niveau de risque du système financier.



Les objectifs de ce Code

Notre but est d'introduire un peu de concurrence dans ce domaine afin d'arriver à une efficacité plus grande et à un choix plus vaste pour les utilisateurs. Le schéma suivant montre les bénéfices potentiels.

(1 schéma)

Quelques commentaires sur les trois piliers du Code :

La transparence de prix

Cinq domaines d'engagement :

- ▶ Publication des tarifs.
- ▶ Publication des arrangements d'escompte.
- ▶ Publication des arrangements de rabais et comparabilité des prix où il reste encore des efforts à faire.
- ▶ Exemples de tarifications.
- ▶ Réconciliation de factures.

Les utilisateurs ont également travaillé à la transparence des prix grâce à un dialogue bilatéral avec les infrastructures impliquées et se sont concentrés sur ce qu'ils ont jugé de plus important à savoir le clearing et le règlement/livraison.

Des progrès ont été faits par quasiment tous les CCPs et les CSDs. Une mise en œuvre systématique de la table de conversion d'ECSDA est attendue pour parvenir à une véritable comparaison des prix.

Le MOG salue le dialogue constructif entre les utilisateurs et les infrastructures ce qui n'était pas forcément le cas auparavant ainsi que l'analyse rigoureuse des utilisateurs et souligne la nécessité d'améliorer la méthodologie d'évaluation. Le MOG va continuer à travailler avec les infrastructures et les utilisateurs pour améliorer la mise en œuvre si nécessaire.

Accès et interopérabilité

L'accès et l'interopérabilité constituent l'un des domaines "clés" du Code de conduite et sont entrés en vigueur le 28 juin 2007. Un Guide détaillé a été établi pour la création des liens entre infrastructures, et énonce les règles que doit suivre une infrastructure souhaitant entrer en relation avec une autre infrastructure. Il existe quatre scénarios de liens potentiels : « Accès standard », « customised access », « transaction feed access » et « interoperability ».

Seul l'accès standard est un droit absolu. Avec les autres scénarios, il est nécessaire d'entrer en négociation avec l'infrastructure ciblée.

Le guide donne des règles claires sur le processus à suivre pour entamer ces négociations et en améliorer le contenu. Le guide propose une procédure de médiation si les infrastructures ne parviennent pas à trouver un accord.

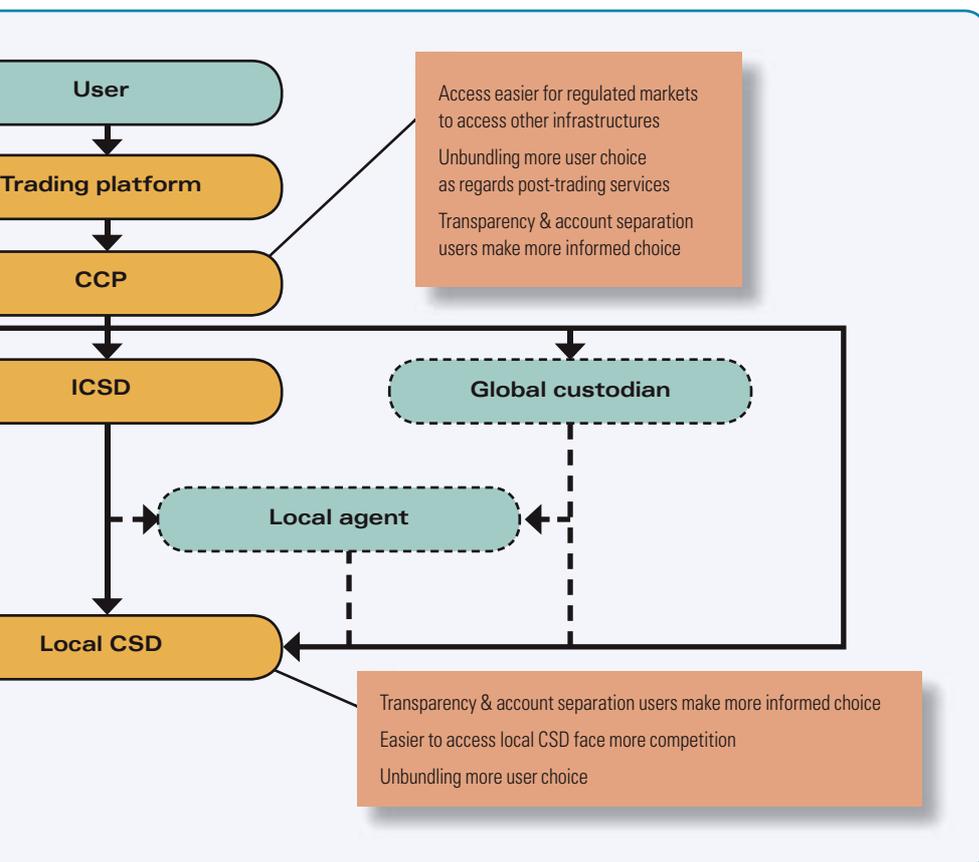
Le MOG salue les « Guidelines » et est ravi que la majorité de ses commentaires ait été prise en compte par les infrastructures. Quelques commentaires restent à traiter mais ce guide est une base solide pour l'objectif principal à savoir stimuler la concurrence.

Le Code et le guide sont des instruments nouveaux : leur fonctionnement et effet pratique restent à définir. Le MOG et la Commission surveillent les négociations et une révision de cette partie du Code est prévue pour début 2008 avec une participation des infrastructures si nécessaire pour améliorer le guide.

Les principales requêtes remontées concernant ce guide touchent principalement les marchés majeurs tels que le LSE trades, Frankfurt Stock Exchange trades et autres. Ces requêtes sont bon signe mais on ne peut pas encore juger des effets.

Découplage et la séparation comptable

Les chambres de compensation doivent découpler 5 services : « account providing, establishing securities in book-entry form and asset servicing », « verification, clearing and settlement », « credit provision », « securities lending and borrowing » et « collateral



Point sur les évolutions réglementaires

management ».

L'information produite par la séparation comptable doit être envoyée à l'autorité nationale qui va traiter cette information d'une manière qui reste à définir.

Deux messages principaux ont été livrés aux infrastructures lors de la dernière réunion du MOG :

- ▀ Les infrastructures doivent développer des principes communs pour l'allocation des coûts et revenus sinon le traitement de cette information par les autorités compétentes risque d'être difficile.
- ▀ Chaque infrastructure doit publier sa métho-

dologie afin que les auditeurs puissent la juger.

Avant une extension vers les produits de taux, il est nécessaire de s'assurer du bon fonctionnement du Code pour les actions puis ensuite analyser les problèmes et la capacité de l'industrie à trouver des solutions. L'analyse a été faite pour les actions pour le moment mais cette analyse sera-t-elle valable pour les produits de taux? L'analyse prendra en compte les similarités entre les marchés d'actions et de produits de taux ainsi que les différences entre :

- ▀ Le type de marché (par exemple les marchés au comptant et les marchés dérivés).
- ▀ Le type d'émetteur (par exemple le gouvernement et le corporate).
- ▀ Le type de sécurité sous-jacent.
- ▀ La structure du marché.

En conclusion, la discussion et l'analyse vont continuer sur cette extension potentielle du Code : le MOG sollicite des commentaires d'associations et des infrastructures sur cette extension potentielle avant la réunion du 21 janvier 2008. ▀

Questions de la salle

Pourrait-on être en attente de la Commission Européenne ou d'une initiative en matière de documentation standard sur les Titres?

Toutes les questions de standard sont traitées dans le contexte du groupe CESAME qui travaille sur le démantèlement des barrières Giovanini, barrières liées à un manque d'harmonisation des standards. Il n'y a pas d'autres initiatives prévues en ce moment à ce sujet.

Il semble qu'au sein des professionnels, le principe d'interopérabilité soulève de plus en plus de scepticisme. Le déversement d'un même marché organisé dans plusieurs chambres de compensation pose problème ainsi que la cohérence et l'organisation nécessaires pour gérer le risque. Les chambres de compensation, institutions systématiquement sensibles, doivent coopérer entre elles pour gérer ces risques. Les régulateurs nationaux sont particulièrement sceptiques et s'interrogent sur la faisabilité du principe d'interopérabilité en ce qui concerne les chambres de compensation. Quel est votre point de vue sur cette question ?

Je ne serais pas si négatif. Les points de vue sont variés. Vu les effets d'échelle à long terme, il est nécessaire d'avoir une centralisation forte mais comment y arriver? Le but du Code est d'introduire un dynamisme qui permette aux infrastructures qui le souhaitent de créer des liens en respectant des règles précises. Pour l'instant, les



infrastructures sont prêtes à faire cette tentative. Il est vrai qu'on peut se demander si dans le long terme il est possible d'avoir 4 chambres de compensation pour un même marché. Je vous laisse tirer vos conclusions mais en créant un processus dynamique, il est possible d'arriver à une autre structure de marché.

L'ISDA a appelé ses membres à répondre à la Commission suite à la proposition d'extension du Code à d'autres instruments. Avez-vous reçu des réponses de la part d'associations de professionnels des taux sur une possible extension ?

Nous sommes dans le début du processus et nous avons peu de réponses jusqu'à maintenant du monde des taux. Pour le moment, ce sont plutôt les marchés dérivés qui ont été alertés par notre approche.



Offres en matière de compensation

par **Christophe HÉMON**, Directeur Général, LCH.Clearnet SA

Je souhaite vous parler d'un projet qui me tient particulièrement à cœur et auquel Marc Tibi a fait référence : le projet Voice Broker.

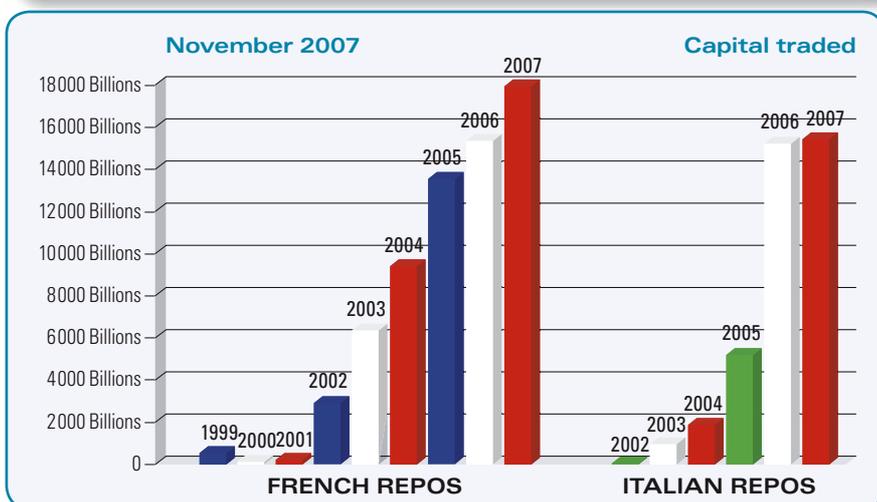
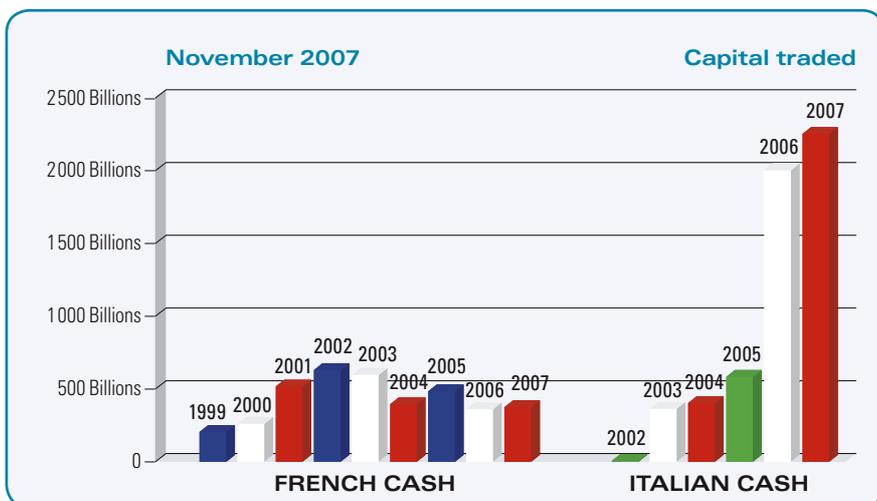
Rapidement, quelques chiffres : Les graphiques montrent l'activité sur la partie cash, volumétrie que nous allons essayer d'augmenter avec le projet Voice Broker.

Sur le marché des Repo, les montants parlent d'eux-mêmes : ces montants sont absolument impressionnants avec une petite particularité sur la dette italienne. En effet, on s'aperçoit que sur notre offre sur le marché italien, ce sont essentiellement les non-résidents qui sont venus chez LCH.Clearnet SA.

En 2007, le groupe LCH.Clearnet a décidé d'harmoniser les critères d'admission à la chambre de compensation pour plusieurs raisons car il nous paraissait opportun et important d'offrir une certaine homogénéité à nos clients qui ne comprenaient pas d'avoir des critères d'admission différents entre LCH.Clearnet Limited et LCH.Clearnet SA. L'idée était également de rationaliser notre grille tarifaire : nous avons donc baissé nos tarifs, en proposant un « minimum activity charge » de 5 000 euros au lieu de 14 000 euros, montant à payer par un participant pour être membre des deux côtés de la Manche.

Le projet Inter Dealer Broker (IDB) est un projet qui a demandé un certain travail et qui vise à élargir l'offre fournie par LCH.Clearnet pour lequel nous avons travaillé en étroite collaboration avec Tradition. L'objectif était d'élargir le cercle et de faire en sorte que l'offre de compensation sur les produits de taux soit un peu plus diversifiée. Nous souhaitons attirer un peu plus d'activité puisque la plupart de l'activité taux se traite en voice broker et essayer d'optimiser notre service.

Il y a deux manières pour un Voice broker d'offrir ces services :



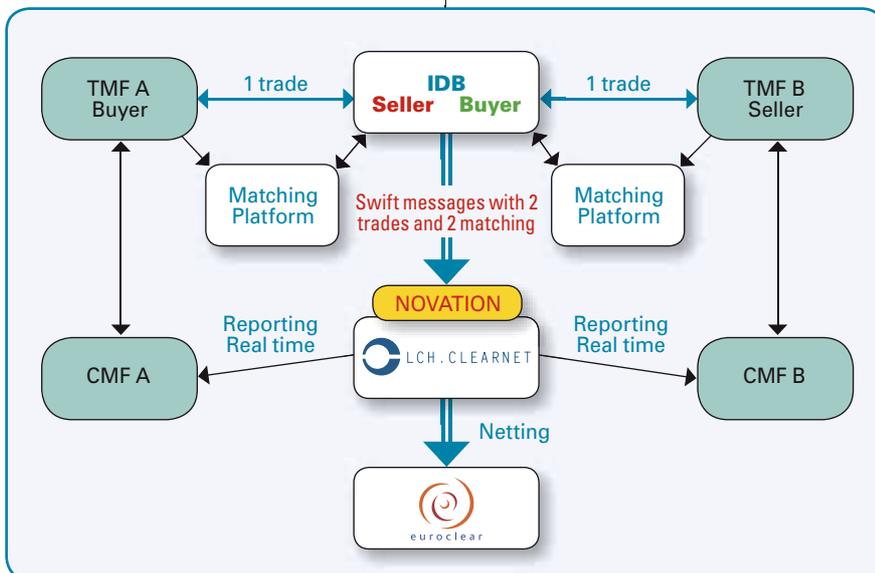
Offres en matière de compensation

- ▶ En « name give up » : opération dans laquelle l'opération se conclut entre deux contreparties. Le courtier est transparent mais perçoit une rémunération. L'opération une fois matchée ne passe pas par LCH.Clearnet.
- ▶ En « matched principal », l'IDB sera contrepartie des contreparties en présence et sa transaction apparaîtra chez LCH.Clearnet.SA ce qui n'était pas le cas auparavant puisque cette activité se fait de gré à gré et n'implique pas la chambre de compensation.

Le scénario en « name give up » ne sera pas compensé par LCH.Clearnet. En revanche, les opérations en « matched principal » feront l'objet d'une compensation et d'une garantie. Au regard des montants colossaux échangés, il peut être intéressant pour un participant d'avoir une partie plus importante faisant l'objet de netting, de cross margining et de garanties apportées par la chambre de compensation. Tout d'abord, cette activité sera proposée pour les opérations cash de la dette française ce qui va nous aider bien évidemment à récupérer un peu plus de volumétrie et à offrir un meilleur service à nos adhérents. En cas de succès, nous essaierons d'élargir l'offre de service à d'autres dettes.

Description du dénouement de l'opération

(schéma ci-dessous)



Contrairement aux plates-formes de trading habituelles, la novation se fera au moment où nous recevrons le Swift de Tradition et avant transmission vers Euroclear.

Ce service est intéressant car il s'inscrit dans une offre de netting multilatéral : les plates-formes auront la possibilité de traiter la dette et d'effectuer un certain nombre d'opérations et nous pourrions calculer des positions nettes sur toutes ces opérations et envoyer une seule opération en terme de règlement/livraison afin de faire des économies d'échelle.

Beaucoup de travail a été déjà accompli et je remercie de nouveau les équipes qui ont travaillé sur le sujet. Ce projet a été approuvé par les régulateurs : nous avons dû soumettre notre projet avec 3 volets : une partie juridique pour expliquer les tenants et les aboutissants du contrat, une partie opérationnelle et une partie risque de manière à ce que ce projet soit approuvé et puisse être lancé sur le marché.

Les tests ne sont pas obligatoires mais nous espérons que vous serez très nombreux à tester ce nouveau service. La plate-forme est prête et sera lancée début 2008. Elle viendra compléter l'offre existante.

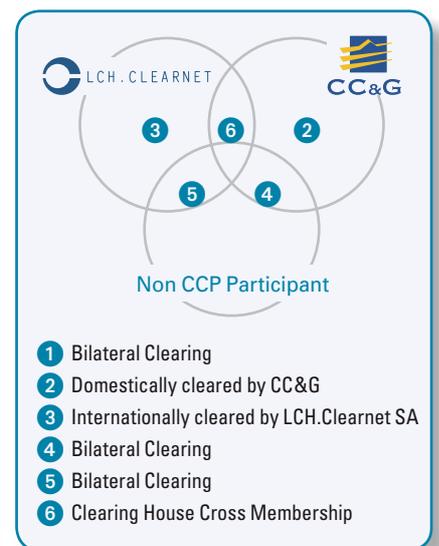
Aujourd'hui, le Code ne s'applique pas sur les produits de taux mais en 2003, nous avons

décidé d'établir des liens avec la chambre de compensation en Italie. Ce service a été établi. Il ne suffit pas de demander l'accès à une chambre de compensation, il est nécessaire de convaincre les locaux du bien fondé à établir le lien, d'expliquer le schéma de la gestion des risques puisque les montants sont colossaux sur les produits de taux et il n'est pas envisageable qu'une chambre de compensation puisse apparaître comme une source de risques supplémentaires pour la chambre de compensation locale.

LCH.Clearnet SA compense donc la dette italienne et a pu récupérer deux tiers du marché italien puisqu'à travers cette offre, nous avons permis d'augmenter la liquidité sur le marché en amenant des participants nouveaux sur le marché italien qui n'étaient pas membres de CC&G mais qui étaient déjà membres de LCH.Clearnet SA pour la dette française et qui ont vu un intérêt à pouvoir disposer d'une seule chambre de compensation pour ces produits.

Interopérabilité : 6 cas différents

(schéma ci-dessous)



- ▶ Cas où les participants ne sont membres d'aucune chambre de compensation donc pas de compensation dans ce cas-là.
- ▶ Cas où une banque italienne est membre

de CC&G mais pas de LCH.Clearnet SA. L'inverse est également vrai.

- ▶ Cas où les deux participants sont membres de CC&G ou de LCH.Clearnet SA.
- ▶ Cas où un participant est chez CC&G et chez LCH.Clearnet.

Pour vous donner un ordre d'idée, il a fallu 18 mois de travail avec un petit réglage pour les produits de taux car les risques sont beaucoup plus importants de part la nature des montants traités. La partie gestion des risques a fait l'objet de la plus grande attention de la part des régulateurs italiens et français et il a fallu arriver à un réglage parfait des paramètres de risques avant de poursuivre l'activité.

Nous allons également essayer de développer nos services en direction des plates-formes de matching : les discussions sont en cours avec ces plates-formes pour essayer de développer ce service.

Nos collègues de Londres ont lancé un service qui concerne la dette anglaise et qui est un système de tripart Repo dans lequel la gestion des titres disponibles et du cash est automatique (appelé Euro CC). Ce service est déjà disponible chez LCH.Clearnet Limited et sera étendu en 2008 pour les grandes dettes européennes.

Concernant l'interopérabilité et le schéma montré par Mattias Levin : ce schéma donne quelques exemples mais n'est pas exhaustif notamment sur le marché anglais. Aujourd'hui, il y a à peu près 6 chambres de compensation qui ont fait la demande d'accès au LSE et à LCH.Clearnet Limited donc théoriquement 6 chantiers sont en route pour le même marché. Je vous laisse imaginer la complexité puisqu'on ne sait pas exactement comment la novation va fonctionner entre 6 chambres de compensation.

Au niveau du groupe LCH.Clearnet, nous avons recensé 18 demandes faites ou reçues d'interopérabilité avec une charge de travail correspondante car nous n'avons pas la possibilité de refuser une fois que la demande a été signée de travailler et d'engager le débat. Certaines chambres de compensation nous demandent l'accès pour un pays ou pour deux mais pas les quatre faisant partie de la zone Euronext. Le Code doit aussi prévoir ce genre de cas puisqu'à la fois la géographie et la palette de produits traités doivent être consistantes de manière à ce que nous puissions avoir un véritable level playing field.

Si la possibilité de traiter les mêmes produits sur plusieurs plates-formes est importante, la gestion du collatéral et des risques au sein d'une même chambre de compensation semble être la solution la plus économique pour les participants.

Question de la salle

Je ne m'explique pas la raison pour laquelle uniquement 20% des transactions sont dénouées en chambre de compensation compte tenu des montants en jeu. Quelle est votre analyse et que faut-il faire pour inciter les opérateurs à utiliser mieux et plus les services que vous offrez ?

Il serait intéressant de demander à un utilisateur car plus nous aurons d'activité et mieux ce sera pour notre métier.

Patrice Brault
(Tradition London Clearing)

Je crois que la réponse est ce projet sur lequel nous avons travaillé avec Clearnet. Aujourd'hui, nous constatons que des volumes très importants sont négociés en OTC via des Voice brokers. Jusqu'à présent, nous n'avions pas la possibilité d'envoyer vers une chambre de compensation les opéra-

tions donc très clairement, nous espérons qu'une plus grosse proportion d'opérations ira dans la chambre de compensation afin que chacun des participants bénéficie de la meilleure efficacité en terme de gestion de risques et de settlement et nous invitons à porter un effort dans chacune de vos organisations afin que ce projet fonctionne. Ceci étant assez novateur et répondant bien aux préoccupations que nous avons aujourd'hui de rendre le marché plus efficace et avoir une gestion optimale du risque avec des opérations qui sont matchées très rapidement dans les plates-formes électroniques et envoyées dans les chambres de compensation.

Marc Tibi

Du point de vue du traitement opérationnel, il n'y a pas de surcharge opérationnelle et ceci nous simplifie la tâche. Je pense que le problème est en amont c'est-à-dire au

niveau de la négociation : aujourd'hui, lorsque deux négociations s'exécutent sur une plate-forme de trading électronique, leurs transactions sont ensuite routées automatiquement vers la chambre de compensation qui va assurer la gestion des risques et instruire les opérations de règlement/livraison. En revanche aujourd'hui, nous n'avons pas de système complètement intégré pour les transactions faites via un Voice Broker car il y a un travail additionnel qui est demandé au négociateur qui est celui d'envoyer son instruction sur une plate-forme de matching mise à sa disposition par le voice broker. Nous avons donc deux étapes distinctes : le matching plate-forme entre les négociateurs et le voice broker et l'envoi du Swift du voice broker vers la chambre de compensation et c'est ce double travail qui est pénalisant pour voir davantage de transactions sur produits de taux compensés par la chambre de compensation.

Offres en matière de compensation

En résumé, il faut baisser les prix et offrir un système et un service de qualité parfaits en matière de gestion des risques. Parmi les nou-

velles chambres de compensation que nous voyons émerger, un doute peut être émis sur la gestion des risques et j'attire l'attention de

la Commission à ce sujet car il ne faudrait pas diminuer la qualité de gestion des risques au détriment du service. ▀



J'ai du mal à comprendre en terme d'interopérabilité, comment la chambre de compensation LCH.Clearnet SA peut offrir les mêmes services d'interopérabilité à une autre chambre de compensation étrangère qui ne serait pas un établissement de crédit, qui n'aurait pas les mêmes contraintes réglementaires que LCH.Clearnet et qui par ailleurs n'aurait pas les mêmes mécanismes d'analyse de risques. Que se passerait-il alors dans ce cas?

Christophe Hémon

Je crois que tout le monde a découvert le Code lorsque les demandes d'interopérabilité ont été faites. Nous nous sommes concertés plusieurs fois avec l'AMF, le CECEI, la Banque de France et la Commission Bancaire pour essayer de comprendre comment les demandes qui nous avaient été faites pouvaient être interprétées et quelles demandes nous pouvions faire dans ce contexte. Faire fonctionner la chambre de compensation sur les pays de la zone Euro

ou sur l'Italie suppose un certain travail avec les régulateurs et dans les demandes que nous avons reçues, certains établissements ne sont pas des banques et d'autres ne sont pas dans la zone Euro. La différence n'est pas mince que ce soit en termes de fonctionnement au quotidien, de raccordement aux plates-formes de CSD, de financement éventuel puisque nous avons accès aux Banques centrales dans tous les pays où nous sommes présents. Il y a donc un certain nombre de différences et de difficultés qui en découlent. Nous

avons enregistré toutes ces demandes et les régulateurs commencent à se prononcer sur le sujet : les régulateurs allemands ont répondu à nos collègues de LCH.Clearnet Limited qu'ils s'attendaient plutôt à une demande de LCH.Clearnet SA qu'à une demande de LCH.Clearnet Limited, cette dernière n'étant ni une banque ni dans la zone euro. Il y a donc un certain nombre de réflexions qui sont en cours et qui vont peut-être permettre d'avoir un certain nombre de critères à remplir pour pouvoir offrir ce genre de service.

Mattias Levin

Pour compléter la réponse : comme il n'y a pas de directive et pas de lois harmonisées en ce qui concerne l'autorisation des chambres de compensation, chaque État membre est libre de déterminer ses règles. On demande aux autorités compétentes des États membres de coopérer entre elles mais elles sont libres de déterminer leur approche.

Questions de la salle

À mon sens, ce sont les utilisateurs qui sont les plus importants et toute demande d'interopérabilité devrait donner lieu à un business case validé par les utilisateurs puisqu'on recherche la transparence et la maîtrise des risques. Qu'en pensez-vous?

Mattias Levin

Le Code a été établi afin de créer de la concurrence entre les infrastructures mais nous ne souhaitons pas régir les relations entre infrastructures et utilisateurs à l'aide du Code bien qu'il soit un bon instrument pour le faire. Cette remarque est souvent faite et nous prenons note de ces demandes bien que nous ne soyons pas actuellement dans un processus de changement du Code.

Christophe Hémon

Je serais plus sceptique car si nous considérons l'ensemble des demandes, je serai assez étonné de voir les business cases. Le Groupe LCH.Clearnet a enregistré 18 demandes émises et reçues et nous observons un principe de file d'attente visant à ralentir le processus. Il y a un risque d'inertie en matière de gestion de projets : des équipes entières vont être monopolisées pour ensuite découvrir que les difficultés rencontrées par une chambre de compensation lors de la mise en place de son modèle sont bien réelles. Le Code a un mérite immédiat pour les utilisateurs en terme de tarifs. Cependant, en matière de service, je ne suis pas persuadé que six contreparties centrales sur le marché anglais par exemple soient un modèle optimum pour le marché et pour les utilisateurs.

Table ronde



Table ronde : Quelles opportunités pour les produits de taux au travers des initiatives post-marché ?

Animée par **Éric DÉROBERT**,
Manager - Head of Market Infrastructures, CACEIS

Participants :

Marc BAYLE,

T2S Programme Manager Infrastructure,
Banque Centrale Européenne

Éric de NEXON,

Head of Strategy and Market Infrastructures,
Société Générale

Yvon LUCAS,

Directeur - Systèmes de Paiement et Infrastructures
de Marché, Banque de France

Pierre SLECHTEN,

Directeur Général, Euroclear France



Éric DÉROBERT

Pour entamer cette table ronde sur les opportunités des produits de taux à travers les initiatives de post-marché, nous allons débiter par une série de questions à Pierre Slechten :

Nous avons parlé de la première phase de la migration d'ESES, le stream 1, qui s'est déroulée avec succès le 26 novembre dernier. N'est-ce pas plutôt une contrainte pour les trésoriers

Table ronde : Quelles opportunités pour les produits de taux au travers

dans la mesure où ESES, qui est plutôt un produit actions, et la disparition de Relit+ ont créé un besoin nouveau en matière de collatéral? Quels commentaires pourriez-vous faire à ce sujet?

D'autre part, quels seront les bénéfices de ESES, puis de SP dans un second temps et quels seront les produits et les services qui permettront d'améliorer le traitement des produits de taux? Enfin, pourriez-vous également apporter quelques précisions concernant l'évolution tarifaire dans l'environnement ESES et plus particulièrement sur les produits de taux?



Pierre SLECHTEN

ESES est-elle une contrainte pour les instruments de taux?

Deux raisons fondamentales et stratégiques expliquent et compensent l'effort demandé aux trésoriers. Premièrement, le choix de RGV a été fait par les marchés en connaissance de cause car il s'agissait de la première phase d'harmonisation du règlement/livraison en Europe. Les marchés hollandais, belges et français sont arrivés à la constatation très rapide qu'il fallait ne garder qu'un seul système et qu'il fallait choisir le meilleur. Le meilleur système était indéniablement RGV et je suis ravi de constater que nos amis de la Banque Centrale Européenne et de l'Eurosystème ont fait le même choix puisque Target 2 Securities sera basé sur un système très proche de RGV. Seconde raison, fondamentale et stratégique : la filière révocable Relit+ présentait des risques

systémiques et n'était pas en ligne avec les meilleurs standards internationaux en matière de gestion des risques systémiques.

Ces deux raisons justifient que la contrainte du coût du collatéral soit raisonnable en regard des bénéfices.

L'augmentation du besoin en matière de collatéral doit être relativisée. Marc Tibi le rappelait dans sa présentation, les capitaux échangés sous Relit+ ne représentaient que 10% des capitaux soit 30 milliards par jour. Les besoins en matière de collatéral sont des besoins « intraday » sur des systèmes en temps réel qui permettent de gérer en « intraday » le collatéral en temps réel.

En outre, en supprimant Relit+, nous avons supprimé l'étanchéité entre les deux filières, ce qui réduit encore la contrainte de collatéral. Nous avons constaté, depuis le lancement d'ESES, une amélioration de la gestion du collatéral au niveau de l'ancienne filière RGV grâce à la disparition des coûts de friction en matière de collatéral due aux deux filières. Finalement, de manière anecdotique, nous avons supprimé de lourdes procédures et la mobilisation du fonds de garantie à hauteur de 400 millions d'euros. Troisième constatation, les outils de gestion du collatéral sont en amélioration constante et nous reviendrons ultérieurement sur le projet 3G.

Pour répondre à la dernière partie de la question : il existe un coût supplémentaire en matière de collatéral minime par rapport aux réductions tarifaires prévues à l'horizon du stream 3 : on parle de 15 à 16 millions d'euros dans un premier temps pour la Place de Paris, une part non négligeable de ces économies ira aux instruments de taux. Pour l'illustrer, la transaction devrait être facturée 60 centimes d'euros avec un coût marginal pour les plus grands utilisateurs à 30 centimes d'euros. La contrainte valait donc la peine d'être ajoutée.

La deuxième partie de la question m'interrogeait sur les apports d'ESES et SP au marché de taux. Je pense qu'une bonne partie des bénéfices proviendra de SP car ESES con-

cerne essentiellement les marchés belges, hollandais et français. La Hollande et la France seront donc regroupées pour les produits de taux tandis que la Belgique continuera d'être réglée/livrée pour les produits de taux par la Banque Nationale de Belgique. À l'horizon SP, une masse colossale de capitaux en instruments de taux sera ajoutée avec le marché anglais et le marché euro obligataire, plus gros marché de taux en Europe. Le premier bénéfice de SP sera l'effet « pooling » à savoir le rassemblement sur une même plate-forme d'une masse importante de titres. Deux autres bénéfices : d'une part, l'élimination des problématiques de réaligement des titres et la simplification de la mobilisation du collatéral. Par ailleurs, la collatéralisation croisée entre produits et entre devises sur une même plate-forme est autorisée.

Une publication récente de l'ECB a analysé les volumes de transactions en 2006 dans les systèmes de settlement européen et a montré que 2/3 de la volumétrie était concentrés sur 3 systèmes de règlement/livraison : Euroclear Banque, CREST et Euroclear France.

Les réductions tarifaires vont se poursuivre : les premières verront le jour avec le stream 3 d'ESES que les Hollandais et les Belges vont rejoindre. Vu la masse critique qu'on obtiendra avec SP, les réductions tarifaires devraient se poursuivre.

Troisième bénéfice en matière de gestion du collatéral : à Paris, nous avons en matière de fluidité du règlement/livraison les meilleurs outils mais nous avons peu d'instruments qui permettent d'aider le financement des positions et les marchés dérivés à collatéraliser leur « exposition ». La Place de Paris, en collaboration avec Euroclear, est en train de définir l'offre de collatéral. Cette offre sera centrée sur le concept évoqué par Marc Tibi à savoir un système de pensions en vrac avec non seulement des pensions en vrac Overnight mais également Term, avec de la substitution automatique, des services d'appel de marge et des structures de compte adaptées à la gestion du collatéral.

des initiatives post-marché ?

Deux sujets importants en matière d'amélioration dans le cadre d'ESES et de SP :

- ▶ Amélioration des liens avec les autres systèmes de settlement européen qui ne font pas partie du groupe Euroclear. Cela implique essentiellement une adoption des messages standard ISO et une augmentation du nombre de Titres qui sont éligibles dans l'offre domestique du groupe Euroclear et notamment les titres étrangers.
- ▶ Amélioration au niveau des liens avec les chambres de compensation et avec les plates-formes alternatives qui vont se développer pour les instruments de taux.

Éric DÉROBERT

Merci de votre réponse. Effectivement, il s'agit d'une contrainte qui a été choisie par la Place et il était important de rappeler de ce que nous avons fait et pourquoi nous l'avons fait.

Une autre question : « Quel impact sur le projet ESES peut-on attendre du retard annoncé du lancement du stream 3 ? »

Pierre SLECHTEN

Euroclear avait annoncé une date de lancement pour le stream 3 correspondant à la migration des marchés hollandais et belges sur la plate-forme lancée le 26 novembre dernier. Contrairement au plan initial qui prévoyait une migration en mai 2008, la migration des marchés hollandais et belges serait effectuée au quatrième trimestre 2008, date à confirmer dans les semaines qui viennent. Le délai s'explique par un retard dans un projet développé en parallèle du programme ESES, et qui a pour objet de développer une nouvelle infrastructure de communication, non directement utilisée par la Place de Paris mais par les marchés hollandais et belge. Nous attendons la finalisation d'une série de tests sur cette plate-forme pour confirmer une date de lancement pour le stream 3. Évidemment, la suite du Projet SP sera impactée mais a minima par ce délai. Il est probable que le volet Single Platform au niveau custody sera reporté à fin 2009 pour les

marchés ESES.

Éric DÉROBERT

Éric de Nexon, quel est votre avis, en tant qu'utilisateur, sur les avantages, les améliorations en matière de back-office du projet ESES, et plus spécialement pour les produits de taux ?



Éric de NEXON

En fait, nous considérons qu'ESES apporte plus de bénéfices en terme de gestion des opérations sur les actions que sur les produits de taux. Concernant les actions, il est clair que nous allons opter pour la détention directe au travers d'une seule plate-forme et dans un cadre opérationnel et fonctionnel harmonisé, nous allons pouvoir traiter de façon quasi uniforme la détention et le règlement livraison de la quasi-totalité des actions sur le périmètre ESES.

En revanche, il n'en sera pas de même pour les produits de taux :

- ▶ Le lieu de détention des obligations et surtout le lieu de règlement livraison des opérations sur ces titres dépendent principalement du choix de la clientèle.
- ▶ Concernant les euro-émissions, les titres sont pour l'essentiel détenus et réglés livrés en Euroclear Bank, et il n'y a pas de raison que cela change.
- ▶ Concernant les titres belges et hollandais, pour notre part, nous nous attacherons à privilégier la détention et le règlement livraison sur ESES, mais dans la limite des contraintes qui pourront nous être imposées

par nos clients, notamment en termes de règlement livraison. Il faut avoir à l'esprit que les clients qui ont une activité internationale privilégient la centralisation de leur activité obligatoire sur un seul (I) CSD et optent donc logiquement pour Euroclear Bank. Ainsi, concernant les titres néerlandais, une grande part de nos clients ont fait ce choix. Ensuite, concernant les titres d'État Belges, nous avons l'obligation, en tant que Primary Dealer d'avoir un compte en BNB. Notre choix dépendra donc in fine du gain qu'il est possible de faire au regard du nombre d'opérations de réaligement entre ESES et Euroclear Bank.

- ▶ Concernant les autres titres européens domestiques que nous pourrions traiter sur ESES, nous envisageons de les maintenir, comme c'est le cas aujourd'hui, sur le lieu de dépôt du pays d'émission, et ce car l'essentiel de l'activité que nous traitons sur ces titres reste domestique.

- ▶ Une exception éventuelle à ce principe : dans le cas où les titres détenus sont susceptibles d'être mobilisés dans le cadre du pool 3 G en Banque de France, nous pourrions envisager de les détenir pendant leur période de disponibilité en ESES dans la mesure où les procédures de mobilisation y seront devenues, à partir du 18 février 2008, plus souples que celles offertes par CCBM. Les derniers événements intervenus au cours de l'été et leurs impacts sur la liquidité, ainsi que la mise en œuvre de Target 2, militent pour la centralisation du collatéral dans la limite cependant des contraintes induites par un tel mode de détention : réaligement trans-frontière et fiscalité.

Quelques mots sur les TCN : il s'agit aujourd'hui d'une activité essentiellement domestique. Il pourrait être intéressant d'envisager d'élargir le scope commercial des produits français à des clients étrangers présents sur la plate-forme.

Cela étant, les TCN comme les autres produits de trésorerie, restent soumis à des contraintes de mise en place et de gestion particulières. Il pourrait être intéressant de voir dans quelle mesure il serait possible de

Table ronde : Quelles opportunités pour les produits de taux au travers

réfléchir à une harmonisation des procédures les concernant avec celles applicables aux autres produits de taux.

En résumé, on voit qu'ESES apporte peu d'avantages pour les back-offices en charge du traitement des opérations sur les produits de taux et que la détention domestique restera pour l'essentiel le principe. Le nombre d'opérations cross border devrait assez peu diminuer, ce qui nous impose le maintien de procédures de règlement livraison et surtout de réaligement aussi souples et efficaces que possible. Nous attendons plus d'ESPS (Extended Single Platform Settlement) dans la mesure où Euroclear Bank aura alors rejoint la plateforme commune. Puis ensuite, bien évidemment de T2S et CCBM2.

Éric DÉROBERT

Yvon Lucas, quel est l'état des lieux du projet 3G et quel est son contexte européen à moyen terme en regard des projets T2S et CCBM 2? En quoi le projet 3G permet-il de répondre à la demande des utilisateurs en matière de meilleure utilisation du collatéral?



Yvon LUCAS

Notre dispositif de gestion du collatéral est en train d'évoluer et cela fait partie des nombreux changements en cours sur la place de Paris. Le projet 3G va en effet entrer en application au moment de la migration de Target 2 le 18 février prochain. Pourquoi avons-nous décidé de procéder

à cette réforme? Les choses ont beaucoup évolué depuis le lancement de l'Euro. Nous avons fait le choix d'un système de gestion des garanties qui reposait pour l'essentiel sur la pension livrée. Ce choix s'expliquait par le fait que le nantissement était relativement peu protégé dans la loi française. Les titres admis dans les listes de l'Eurosystème se prêtaient bien également à cette technique de mobilisation notamment les titres d'État. Depuis le contexte a évolué. Du fait de l'élargissement de la liste des garanties de l'Eurosystème la technique du Repo s'est révélée moins adaptée et elle présente des lourdeurs en nécessitant du ligne à ligne, coûteux pour les back-offices. Cette technique est aussi peu adaptée à l'organisation retenue pour Target 2 qui a été pensée pour des lignes de crédit intrajournalières plutôt que pour des crédits intrajournaliers. La fenêtre pour le remboursement des Repo en fin de journée est en particulier extrêmement étroite.

Après discussions avec le marché, nous avons conclu qu'il était préférable de généraliser l'utilisation du nantissement et d'avoir une seule technique de collatéralisation pour les opérations avec la Banque de France. Dans le futur, on aura donc une fois le projet 3G opérationnel, un pool de garanties qui reposera sur la technique du nantissement, qui est désormais très solide en droit français, et qui aboutira au positionnement d'une ligne de crédit dans Target 2.

3G devra naturellement trouver sa place lorsque le projet CCBM 2 de l'Eurosystème aura été mené à bien. Il ne s'agit pas d'une nouvelle version du CCBM, qui permet la mobilisation transfrontalière du collatéral mais d'un projet plus global de gestion des garanties acceptées par l'Eurosystème.

Éric DÉROBERT

Marc Bayle, Target 2 Securities, ou T2S, est-il une voie vers un « pool » de collatéral unique et quel est le lien avec CCBM 2?



Marc BAYLE

L'argumentaire développé par Pierre Slechten peut être repris pour T2S. Il s'agit d'une plateforme unique, couvrant l'ensemble de l'Europe pour la partie dénouement, qui effectuerait du règlement en Euro sur l'ensemble de la zone pas seulement pour les produits de taux, mais pour l'ensemble des titres.

La plate-forme s'appuiera sur des fonctionnalités identiques à celles de RGV ESES : un pouvoir d'achat et un système d'autocollarisation sont prévus sur ce type de plate-forme. Ce type de fonctionnement ne sera donc pas complètement nouveau pour les banques françaises mais certaines adaptations seront nécessaires. De plus, le pouvoir d'achat sera unique afin de couvrir l'ensemble des pays, ce qui représente un avantage supplémentaire pour les participants de marché. Ceci est une demande forte du marché et qui n'est pas vraiment développée dans un autre projet de consolidation. Ce projet est mené en pleine compatibilité avec les autres projets de Place comme TARGET2 et CCBM2, système intégré de gestion du collatéral pour l'Eurosystème et utilisé par l'ensemble des banques centrales de la zone euro.

Le périmètre de T2S n'est pas restreint à l'Eurosystème et sera donc plus large que la zone euro. Le fonctionnement de ces trois plateformes imbriquées les unes dans les autres possède un atout majeur pour la gestion du collatéral et la minimisation de la fraction des marchés de la zone euro qui entraîne un surcoût au niveau du collatéral. Nous sommes actuellement en train d'évaluer les surcoûts liés à une surconsommation du collatéral due

des initiatives post-marché ?

à une division de l'infrastructure en plusieurs parties. T2S va également apporter la possibilité d'avoir, comme sur la zone ESES, un coût par transaction plus bas à savoir un coût domestique pour l'ensemble des transactions de la zone euro entraînant une baisse du même ordre que celui observé pour ESES.

Un autre point important pour le fonctionnement du collatéral : l'avantage d'avoir une seule plate-forme complètement imbriquée dans l'environnement de TARGET2 permettra d'harmoniser les procédures afin d'éviter notamment les frictions entre les opérations non sécurisées du marché monétaire et les pensions livrées au moment de la clôture des systèmes puisqu'il y aura une procédure unique pour la zone euro. Beaucoup d'économies sur l'aspect cash mais aussi sur l'aspect collatéral devraient être ainsi réalisées.

Éric DÉROBERT

Éric de Nexon, comment imaginez-vous, en tant qu'utilisateur, un back-office d'ici quelques années lorsque tous ces projets auront été mis en œuvre ?

Éric de NEXON

Les événements de cet été ont mis en avant les problèmes de liquidité et le besoin d'une gestion optimale de cette liquidité. La concentration est un des aspects importants de la gestion du collatéral et de la liquidité. La centralisation du collatéral est une chose, la gestion centralisée en est une autre. Avant, il y avait d'un côté les métiers titres et de l'autre les métiers cash. Aujourd'hui, tout cela est imbriqué. Les produits de taux deviennent du cash liquide et nous sommes dans des systèmes consommateurs de collatéral (Repo, prêts emprunts...). Il faut simplifier les procédures de mobilisation et d'utilisation du collatéral que ce soit dans la sphère Banque Centrale ou dans la sphère privée. Les bénéfices attendus de cette simplification sont les suivants :

- ▶ Optimisation des ressources,
- ▶ Diminution des charges opérationnelles et des coûts.

Nous aurons un seul panier de collatéral contenant tous les supports qui sont admis par la Banque Centrale Européenne pour garantir les opérations de politique monétaire. Cela permettra aux banques de tirer le meilleur parti du collatéral disponible compte tenu de leur procédure de mobilisation simplifiée et d'utiliser les garanties non utilisées à ce jour.

ESES participe à la simplification des procédures pour les titres de la zone couverte par la plate-forme mais aussi pour certains titres étrangers dont il est possible de disposer à titre de collatéral.

Les projets en cours qui vont améliorer les choses :

- ▶ Single Platform avec l'intégration d'Euroclear Bank qui mettra à disposition sans réalignement et sans opération cross border un pool de collatéral extrêmement large.
- ▶ CCBM 2 et T2S qui faciliteront la mobilisation des titres étrangers.

En termes de calendrier, je pense que CCBM 2 devrait être mis en place indépendamment de T2S, si le calendrier le permet, afin de ne pas retarder la mise en œuvre d'évolutions bénéfiques pour tous.

Les projets relatifs à la gestion du collatéral conduits par les banques centrales ne concernent que leurs propres besoins et il n'est pas envisagé d'étendre l'utilisation du collatéral disponible en CCBM2 à d'autres besoins.

Il convient donc que les acteurs de la sphère privée agissent en ce domaine afin de proposer des solutions efficaces permettant notamment une gestion centralisée et automatisée du collatéral (triparty repos, pensions livrées en vrac à l'horizon d'ESPS) s'appuyant pour ce faire sur les progrès réalisés dans le cadre des autres projets de rationalisation dont nous avons parlé, en terme d'harmonisation des procédures et du cadre réglementaire, et de concentration des produits sur des plates-formes consolidées.

Sur la base de ces évolutions, qu'il faudra bien évidemment suivre et prendre en compte, il me paraît évident que les back-offices seront impactés dans leur organisation à chaque étape de montée en charge des différents projets.

Éric DÉROBERT

Effectivement, tout ceci ne vaut qu'avec des systèmes efficaces et dans un environnement de haute sécurité. Pierre Slechten, quelles sont les mesures en place aujourd'hui qui permettent de garantir la sécurité et la performance de nos systèmes ?

Pierre SLECHTEN

Les deux critères principaux sur lesquels une infrastructure de marché est jugée aujourd'hui sont les suivants :

- ▶ La stabilité de ses systèmes.
- ▶ L'efficacité de son taux de dénouement.

La Place de Paris a mis la barre très haut en terme de taux de dénouement des instruments de taux car nous sommes aujourd'hui à 99.8% et ceci grâce notamment à la qualité de l'algorithme de règlement/livraison développé par la Place au travers d'Euroclear. Je peux vous garantir que la barre ne sera pas mise plus bas ni pour ESES ni pour SP. Cela fait partie du premier critère de notre cahier des charges et nous maintiendrons a minima le taux de dénouement qu'on connaît aujourd'hui.

Nous avons un système efficace pour permettre un taux de dénouement élevé mais nous ne possédons pas aujourd'hui suffisamment d'outils qui permettent de supporter les marchés sur des produits comme le refinancement, les Repo, la gestion du risque sur dérivés... c'est pourquoi la deuxième priorité sera la gestion effective du collatéral. Dans le passé, le collatéral management était fait là où le règlement/livraison était le meilleur. Demain, le règlement/livraison se fera auprès du meilleur gestionnaire de collatéral.

Dans le cadre de la plate-forme SP, nous espérons pouvoir délivrer en anticipation une version améliorée de collatéral management pour le produit domestique d'Euroclear Groupe et basée sur le concept de pensions en vrac, concept qui devient de plus en plus complet avec de l'overnight, du term, de la substitution automatique et de la gestion d'appel de marge automatisée.

Table ronde : Quelles opportunités pour les produits de taux au travers

En outre, le principe d'autorégulation sur la Place de Paris est un système qui fonctionne bien et explique les très bons taux de dénouement qu'on connaît aujourd'hui. Il s'agit là d'une discipline de marché que nous allons devoir exporter dans les autres pays d'ESES dans un premier temps et de la plate-forme unique dans un deuxième temps. Les négociations sont en cours et une harmonisation de ces pratiques de discipline marché est envisagée afin de s'assurer que la bonne autorégulation existante sur la Place de Paris continuera de fonctionner dans le futur.

Éric DÉROBERT

Lorsque nous évoquons le sujet de la sécurité, nous nous accordons pour reconnaître que le niveau actuel est excellent. Yvon Lucas, quels sont les points d'attention, de vigilance qu'il faudrait cependant mettre en place de façon à préserver, si ce n'est à améliorer, ce niveau de sécurité?

Yvon LUCAS

Tout a été dit sur l'efficacité du dénouement en France qui se traduit par des taux très élevés. Cette situation doit être maintenue par une discipline de marché et par un « moteur de règlement » aussi économe que possible en collatéral et efficace pour le dénouement. Il faut essayer de diffuser sur les autres Places qui vont aussi adopter le système ESES avec le stream 3 cette culture que nous avons du taux de dénouement et de la discipline de marché.

Lors de la crise que nous avons connue cet été, nous avons pu constater que les systèmes de paiement et les infrastructures de marché se sont bien comportés et qu'ils n'ont pas connu de problème de fonctionnement. Outre la capacité que ces systèmes ont eue de traiter des volumes parfois beaucoup plus importants, il faut je crois mentionner le facteur stabilisateur de la fourniture de la liquidité intrajournalière par les banques centrales. La crise de confiance qui a pu être observée cet été sur le marché interbancaire a conduit les acteurs

de marché à se tourner plus que d'habitude vers les Banques Centrales pour leur refinancement. Pour l'intra journalier, c'est très différent. Les possibilités de financement auprès des banques centrales présentent un caractère automatique et la limite des établissements est constituée par le collatéral accepté par l'Euro-système qu'ils détiennent. De fait nous n'avons pas constaté de contrainte forte sur la liquidité intrajournalière. Néanmoins la nécessité pour les banques de réallouer le collatéral et le risque de frictions dans ce domaine ont amené les banques centrales depuis plusieurs mois à réfléchir aux moyens d'améliorer la circulation du collatéral et son utilisation transfrontalière non seulement en Europe mais avec le reste du monde. Ceci évolue dans un sens positif.

Éric DÉROBERT

La notion de sécurité est bien évidemment un des paramètres à l'origine du Target 2 Securities. Marc Bayle, quels sont les principaux points qui apportent des éléments de sécurité, de résistance supplémentaires à notre ensemble européen? Comment T2S peut-il apporter une réponse à cet égard?

Marc Bayle

Un élément n'a pas été nommé aujourd'hui. Nous avons parlé de la quantité de collatéral, de l'efficacité des systèmes mais il faudrait également parler de la continuité de traitement à savoir s'assurer que le système reste opérationnel et disponible dans des proportions assez fortes. Pour cela, nous estimons que le projet T2S s'appuie sur un actif très important, construit par les trois Banques centrales : le système TARGET2, basé sur 4 sites interrégionaux, qui permet d'avoir une disponibilité maximum des systèmes de façon à gérer le dénouement en cas de crise. Les investissements liés aux systèmes mis en place pour avoir les quatre sites opérationnels interrégionaux reliés entre eux nécessitent d'avoir une masse critique de fonctionnement assez importante. Ce qui a été construit par les banques centrales dans le cadre de TARGET2 peut être largement

réutilisé pour T2S et il s'agit d'un atout très important.

La réforme mise en place par l'Euro-système dans les dernières années afin d'avoir une liste unique de collatéral à partir de deux niveaux de collatéral existants a permis de généraliser l'utilisation de certains types de collatéral notamment les créances privées. Ceci a également permis de rajouter de la liquidité pour ce type de cas qui permettent d'avoir du collatéral avec un coût très faible et de mettre de la liquidité dans le système.

Éric Dérobert

Quel est votre avis sur l'extension du Code de conduite aux produits de taux?

Pierre Slechten

Du point de vue du CSD français, nous appliquons le Code à la fois pour les actions et les instruments de taux car nous ne voyons pas de raison objective au niveau des CSD de ne pas appliquer ce Code pour les instruments de taux. Plutôt que de refaire une analyse sur la nécessité d'un Code pour les instruments de taux, nous pensons qu'il faudrait lister les raisons pour lesquelles cela ne s'appliquerait pas aux instruments de taux.

Éric de Nexon

Je suis d'accord avec le point de vue de Pierre Slechten. Cependant, en tant qu'utilisateur, nous sommes plutôt contre cette extension car cela représente beaucoup de travail. Si une extension du Code à d'autres produits financiers devait être envisagée, il faudra s'assurer auprès des acteurs, infrastructures et utilisateurs, que le besoin d'extension fait suite à la mise en évidence d'une défaillance ou d'une inefficacité du marché. Il convient ensuite d'avoir à l'esprit que le Code actuellement en cours d'implémentation pour les actions ne peut être repris à l'identique et transposé aux produits de taux ou aux produits dérivés, ne serait-ce que parce que l'organisation de ces marchés est différente de celle des marchés

des initiatives post-marché ?

actions, notamment si l'on en considère les acteurs. Quels seraient les signataires du Code et quels en seraient les bénéficiaires?

Les travaux relatifs à la mise en œuvre du Code de Conduite ne peuvent être conduits parallèlement à ceux induits par des réflexions sur son extension, ne serait-ce que pour des raisons de ressources, et il serait bon au préalable de tirer les leçons de l'expérience conduite sur les actions avant de considérer d'autres instruments financiers. Et ce tout particulièrement du point de vue du rapport coût / bénéfice, tout en gardant à l'esprit que les gains obtenus dans un secteur peuvent ne pas être obtenus dans un autre secteur d'activité.

Si l'extension est envisagée et que les acteurs du marché convergent dans cette vision, il faudrait donc identifier en fonction du rapport coût/bénéfice les instruments financiers à traiter en priorité et évaluer en cas de défaillance si d'autres solutions existent au lieu d'un Code de conduite qui reste une initiative relativement lourde.

Nous voyons les contraintes du Code de conduite pour les infrastructures. De son côté, la Commission Européenne souhaite vérifier si sa politique est efficace. Dans ce cadre, elle a lancé une étude qui vise à identifier et suivre dans le temps les revenus, les coûts et les volumes d'activité concernant aussi bien les infrastructures que les intermédiaires et ce sur 18 centres financiers, son objectif étant notamment de pouvoir évaluer les impacts de sa politique en terme de baisse des coûts.

Éric Dérobert

J'ai noté que, au cours de son intervention, Mattias Levin a évoqué le prochain Monitoring Group du 21 janvier 2008. En effet, lors de la réunion de cette instance de suivi de la mise en place du Code de Conduite, ce point de l'extension ou non vers d'autres classes d'actifs sera à l'ordre du jour. Mattias Levin a également indiqué n'avoir reçu pour le moment que peu de contributions sur ce sujet. J'invite donc les associations à se manifester par écrit avant le 21 janvier 2008.

Marc Bayle, pouvez-vous nous faire un point

sur l'avancement de T2S à ce jour?

Marc Bayle

La décision des Gouverneurs au sujet du lancement effectif du projet devrait avoir lieu fin juin/courant juillet 2008 et s'effectuera sur la base du cahier des charges écrit avec l'ensemble du marché. Nous allons publier, à la demande du marché, avant les vacances de Noël, le cahier des charges pour une période de consultation de 3 mois. Sur la base des commentaires reçus, une version finale du cahier des charges sera validée par les Gouverneurs au début de l'été. À partir de ce moment, nous pourrons évoquer le sujet du timing du projet. Aujourd'hui, nous estimons la date de démarrage à 2013 mais nous travaillons actuellement à l'avancement de cette date.

En parallèle, des discussions auront lieu au niveau du Conseil des Gouverneurs au sujet des propositions qui seront faites aux CSD et aux marchés pour la gouvernance du projet dans la phase de construction qui va démarrer dès l'été 2008. Nous verrons notamment si « l'Advisory Group », actuellement composé de 75 personnes, sera maintenu.

Un dernier élément sera apporté aux Gouverneurs et est actuellement en discussion avec le marché : la révision de l'analyse économique du projet, afin d'étudier la mesure dans laquelle le projet apporte de réels bénéfices économiques au marché et d'anticiper le type d'économies potentielles.

Question de l'assistance

Des outils de gestion du collatéral très dynamiques existent en Allemagne pour les opérations entre banques commerciales ou face à la Banque Centrale. Je crois que 3G est une offre relativement statique : CCBM 2 sera-il une offre plus une gestion plus dynamique?

CCBM 2 sera-t-il l'outil de gestion du collatéral de T2S et restera-t-il un outil de gestion uniquement face à la Banque Centrale? Un autre outil pour les opérations entre banques commerciales pourrait-il être envisagé?

Yvon Lucas

L'objectif de CCBM 2 est de gérer efficacement le collatéral remis aux banques centrales de l'Eurosystème. Il n'aura pas vocation à prendre en charge les besoins purement bancaires. Cela ne veut pas dire bien entendu que CCBM 2 ne tiendra pas compte des besoins du marché et de ses évolutions. La question de l'interface avec les dispositifs de marché existant tels que le tri-party repo est un point important auquel nous réfléchissons.

Marc Bayle

CCBM 2 est l'intégration virtuelle du back-office de l'Eurosystème à savoir l'existence d'une plate-forme technique unique pour l'ensemble du back-office de l'Eurosystème, utilisée par l'ensemble des banques centrales.

CCBM 2 pourrait démarrer dès aujourd'hui en étant interfacé avec le marché mais il possède une valeur ajoutée encore plus forte dans T2S car CCBM 2 n'a pas besoin de s'interfacer avec différents systèmes de Règlement/Livraison mais avec un seul.

T2S est une infrastructure de marché qui offre un dénouement en monnaie centrale, en temps réel, en brut avec de l'autocollatéralisation, des algorithmes qui permettront d'optimiser au maximum l'utilisation des titres et du cash. T2S n'est pas un système de gestion de collatéral pour les contreparties, ce système de gestion de collatéral sera développé par les CSD.

T2S n'est pas un CSD mais un moteur de dénouement partagé par les CSD pour optimiser la gestion des flux de liquidité et des titres. Les outils existants seront donc intégrés par l'interface qui existera entre les différents acteurs. ▶

Conclusion de la Conférence



Jean TRICOU, Directeur du département Banques d'Investissement et de Marché, Fédération Bancaire Française

N'étant pas un spécialiste de ces matières, mon approche en sera d'autant moins complexe. À quelques jours de Noël et de 2008, il est temps de faire des vœux :

Tout d'abord, un vœu qui a été exaucé en 2007 : la réussite d'ESES. Je tiens à remercier l'AFTI et l'ensemble de la Place, Euroclear France et le NYSE-Euronext pour leur contribution.

Quels pourraient être les vœux pour 2008?

Le premier de mes vœux serait d'exprimer le soutien de la Place pour Target 2 Securities afin que ce projet soit une réussite. Au niveau de la FBF, il y a un large engagement en faveur de Target 2 Securities.

Le deuxième vœu que je peux faire serait d'avoir deux systèmes d'infrastructures aussi efficaces sur la Place de Paris que ceux qui existent aujourd'hui. Je pense d'abord à

Euroclear France qui a su mobiliser les stratégies nécessaires pour le bien de la Place et je souhaite que cela continue. Je fais également part de notre attachement à LCH.Clearnet SA, chambre de compensation en euro de la Place, qui est une structure efficace et qui permet à la Place de Paris d'avoir un des meilleurs outils qui existent à l'heure actuelle. Bon vent à LCH.Clearnet!

2008 sera une année charnière. Tout d'abord, avec l'évaluation du Code de conduite : continuera-t-on ou pas? Étendrons-nous le Code à d'autres instruments? Une position doit être rapidement prise face à ces sujets.

2008 sera une année charnière car il s'agira d'une présidence française qui réfléchit actuellement aux réponses à apporter en matière d'infrastructures de post-marché. Nous sommes favorables à une structuration autour de nos dépositaires centraux et je pense que nous devons continuer dans cette perspective au niveau de la présidence française. Je remercie l'ensemble des établissements de leur participation afin d'argumenter ensemble nos souhaits de façon à développer le post-marché, le complément du post-marché étant un segment à remplir. Nous sortons de la MIF. Tout n'est pas parfait mais tout a été fait et il est temps de s'attaquer au segment du post-marché.

Troisième engagement pour 2008 : définir une attractivité pour la Place de Paris. Cela passe par nos infrastructures mais également par des

efforts de recherche auxquels l'AFTI contribue. J'invite les infrastructures à participer à nos travaux. Le pôle de compétitivité qui a été créé et qui a reçu un soutien financier assez important me paraît nécessaire pour les activités post-marché, le back-office et le middle office.

Un haut Comité de Place, présidé par Madame Lagarde, a été mis en place en septembre. Un travail de refonte, de simplification et de cohérence du droit des Titres a été entamé. Si vous êtes confrontés à des obstacles réglementaires, fiscaux ou législatifs, n'hésitez pas à les communiquer. Une loi de modernisation est attendue au premier trimestre 2008.

Aujourd'hui, nous avons un très beau positionnement. La Place a exprimé sa volonté d'avoir une stratégie, des moyens sont mis en place pour suivre cette stratégie et je ne peux que moi aussi porter des vœux pour 2008. ▸

AFTI
Spécial
Conférence

№ 27 - février 2008



Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 03
Fax : 01 48 00 50 48
Site : www.afti.asso.fr

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**
Rédacteur en chef : **Pascal Thoraval**
Comité de rédaction : **Séverine Couvreur**
Crédit photos : **Éric Thibaud**
Réalisation : **Café Noir - LFT**
ISSN : 1262-2109

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :

www.afti.asso.fr