

Présentation du Projet de Tripartie sur la Place de Paris



20 juin 2011

Rencontre des Professionnels de Marché

Introduction



Robert Ophèle

Directeur Général des Opérations, **Banque de France**

Je suis particulièrement heureux d'ouvrir cette première session de présentation de la nouvelle offre de gestion de collatéral proposée sur la Place de Paris car c'est un projet qui associe l'ensemble des acteurs de la Place et qui va apporter un réel progrès dans la sécurisation des flux financiers.

Le constat de base est simple, les opérations financières se font de moins en moins en blanc et sont de plus en plus collatéralisées. Cette tendance apparaît irréversible et le besoin de collatéral va se faire de plus en plus pressant, en particulier avec le développement du clearing par contrepartie centrale des opérations OTC. Optimiser la gestion de son collatéral devient donc un véritable enjeu pour les établissements bancaires. Cet enjeu n'est pas simple à relever car la définition des collatéraux éligibles dépend du type d'opération qu'ils garantissent et des contreparties avec qui on travaille. De plus, la collatéralisation ne doit pas faire obstacle à une gestion active des titres apportés qui doivent pouvoir être vendus en cours de vie de l'opération qu'ils garantissent pour peu que leur soient substitués des titres de qualité et de valorisation équivalents. Le marché du Repo tripartie constitue le point d'ancrage de cette optimisation de la gestion du collatéral.

Or, alors que la Place de Francfort dispose d'un service performant de Repo tripartie, ce n'était pas le cas à Paris; la Place s'est donc penchée sur la question. Depuis ce Haut Comité de Place à l'automne dernier où j'ai présenté le projet, tous les acteurs de la chaîne titres se sont mobilisés. Si le service est complexe, vous allez le

découvrir, la recette est finalement simple puisqu'il s'agissait d'associer quatre éléments déjà largement disponibles :

- Un moteur de gestion tripartie chez un CSD ; c'est le produit AutoSelect qu'Euroclear proposait en Euroclear Bank et qui va désormais être déployé dans le monde ESES et donc sur Euroclear France.
- Une banque centrale qui assure le refinancement et la gestion des flux Target pour une communauté bancaire de premier plan, largement impliquée dans les opérations de marché et qui s'engage à accepter ce mode de mobilisation. La Banque de France ouvre ce canal pour les titres en gestion tripartie chez Euroclear France et répondant aux critères d'éligibilité arrêtés par la BCE.
- Une chambre de compensation maîtrisant les risques liés aux opérations de Repo et qui ouvre un service de compensation sur des paniers standardisés de titres en gestion tripartie, permettant ainsi l'essor de ces opérations de Repo dans un cadre permettant d'anonymiser les contreparties. LCH.Clearnet SA proposera ainsi son service de Collateral Basket with Pledge ; je rappelle que LCH.Clearnet SA est, de mon point de vue, une CCP particulièrement sûre car c'est une banque et qu'elle bénéficie donc, à ce titre, de la supervision rapprochée de l'Autorité de Contrôle Prudentiel, et qu'elle a donc accès à l'ensemble des services de la banque centrale (compte Target, refinancement, facilité de dépôt, et, le cas échéant, soutien exceptionnel en liquidité).
- Une définition du produit qui réponde aux besoins des utilisateurs, ce qui demande une implication très forte des banques et je veux

saluer ici les apports de nos collègues qui dans les banques participent activement à la démarche ; certains d'entre eux participent à nos tables rondes.

Nous allons donc créer un marché robuste qui utilise la monnaie centrale et se base sur le principe DVP, et un marché liquide assis sur une communauté bancaire dynamique et utilise le levier d'une chambre de compensation. Nous voulons aussi créer un marché ouvert sur l'ensemble des acteurs du marché de taux en euros. Il est important que ces acteurs aient le choix entre plusieurs circuits de Repo tripartie, que ce soit en monnaie commerciale ou en monnaie banque centrale. L'objectif est à terme que ces systèmes puissent dialoguer entre eux afin d'assurer la fluidité des échanges et achever ainsi l'optimisation de la gestion du collatéral.

C'est bien dans cette perspective que se situe la Place, fidèle ainsi à son ambition d'Europlace, qui se dote avec le dispositif qui va maintenant vous être présenté, d'un mécanisme performant et résolument tourné vers les autres participants de marché. Il nous permettra, je le crois, de tirer le meilleur parti du futur environnement du post-marché qui va enregistrer dans les années à venir de profonds bouleversements, notamment avec la mise en œuvre de TARGET2 Securities et l'abandon de la règle de repatriation du collatéral mobilisé dans le cadre d'opérations avec l'Eurosystème.

Je vous souhaite donc une excellente session de travail avec nos collègues qui portent ce projet crucial pour la Place. ■

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet



Denis Beau

Président du Groupe de Place en charge du Projet de Tripartie sur la Place de Paris,
Directeur Général Adjoint des Opérations, **Banque de France**

Bonjour à toutes et à tous,

Je suis heureux d'avoir l'occasion de donner la parole à ceux qui ont joué un rôle majeur dans l'élaboration des offres de services qui vont être déployées sur la Place de Paris au cours des dix-huit prochains mois, avec notamment une première étape dès cette année. Comme expliqué précédemment, un effort de concertation très important entre tous les acteurs concernés a permis de dégager une vision commune, qui s'est structurée autour de quatre axes : les nouveaux services à développer, les prestataires, les bénéficiaires, et le calendrier à respecter.

Il y a trois objectifs à atteindre, trois nouveaux services à déployer et à combiner selon les besoins, et trois dates clés à retenir :

1. Les objectifs

- Réduire les coûts et les risques de la collatéralisation des transactions domestiques et transfrontières sur le marché monétaire. En effet, nous sommes tous confrontés aux évolutions structurelles concernant le fonctionnement du marché, avec le développement de la collatéralisation et l'interposition des chambres de compensation.
- Faciliter le refinancement auprès de l'Eurosystème aussi bien en temps normal qu'en temps de crise. De ce point de vue, un certain nombre de leçons peuvent être tirées de la crise que nous venons de traverser.
- Limiter les coûts de développement et le time to market en s'appuyant autant que possible sur les infrastructures existantes, mais aussi en

se plaçant dans les perspectives à venir, à savoir la dévolution du système CCBM, l'arrivée de CCBM2, la levée de la règle de repatriation du collatéral de l'Eurosystème, et l'arrivée de Target 2 Securities (T2S).

2. Les services

- Les services à valeur ajoutée de gestion tripartie du collatéral pour le règlement Delivery Versus Payment (DVP) en monnaie de banque centrale des opérations de marché.
- Les services à valeur ajoutée de contrepartie centrale.
- Les services de gestion tripartie du collatéral pour les opérations de refinancement avec la Banque de France.

Tout d'abord, concernant les prestataires et les bénéficiaires, les discussions ont permis de dégager un consensus marqué par un engagement fort de la part d'Euroclear France et de LCH.Clearnet SA de répondre aux besoins exprimés par la Place en matière de gestion tripartie et de services de compensation. Ensuite, le consensus s'est aussi développé sur les bénéficiaires en premier rang de ces services, à savoir les intermédiaires financiers. Enfin, nous avons constaté un engagement fort de la Banque de France pour utiliser ces services de gestion de collatéral tripartie pour ses propres opérations.

3. Les dates clés

Le dernier élément de ce consensus concerne le calendrier : l'ambition est claire et forte, il

s'agit de déployer progressivement ces trois services au cours des dix-huit prochains mois. Premièrement, concernant le service de gestion tripartie pour les opérations de crédit avec la Banque de France, le coup d'envoi sera donné au mois de novembre de cette année.

Deuxièmement, pour le service de gestion tripartie pour un règlement DVP en monnaie de banque centrale des opérations de marché, l'ouverture des services se fera également en novembre 2011 avec un élargissement progressif. Un enrichissement de ce service en termes de pool de titres étrangers éligibles ou utilisables est programmé de février à novembre 2012.

Enfin, concernant le service de contrepartie centrale pour les opérations de marché, la mise à disposition démarrera en février 2012.

Pour vous présenter concrètement en quoi consistent ces services, nous aurons aujourd'hui les trois animateurs des trois groupes de travail qui ont développé cette vision commune et conçu les offres de services : Pierre Mahieu d'Euroclear France, Jacques Vanhautère de LCH.Clearnet SA et Alexandre Gautier de la Banque de France. ▼

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet



Pierre Mahieu

Responsable du Projet Tripartite de Place volets CMS et relations avec les CSD,
Euroclear France

Je vais vous présenter **l'offre Triparty Collateral Management d'Euroclear France**, qui sera mise en place à partir de novembre 2011.

Nous commencerons par rappeler les principes du Triparty Collateral Management, puis nous analyserons les bénéfices d'une offre de Triparty Collateral Management pour des Repo traders et des cash lenders, et enfin nous terminerons par un zoom sur le projet de la Place de Paris.

De quel type de transactions parlons-nous ?

Il s'agit d'un Repo ou d'une pension livrée. Schématiquement, un prêteur de cash va chercher à sécuriser son prêt, et donc à réduire son risque de crédit, en demandant à sa contrepartie une garantie en échange des espèces. Cette garantie est constituée de valeurs mobilières, appelées collatéral, qui seront échangées contre espèces. Le prêteur de cash qui reçoit le collatéral, sera appelé collateral taker. Outre la réduction du risque de crédit visé ici dans la transaction, nous observons également une transformation de celui-ci en un risque de marché, un risque de liquidité, et un risque opérationnel, à considérer par le prêteur de cash qui s'assoit sur les titres mis en collatéral. En effet, ce prêteur cash peut décider de déléguer la gestion opérationnelle des titres reçus en collatéral. Nous voyons ainsi l'émergence d'un nouvel acteur, à savoir le Triparty collateral agent.

Le marché du Repo dans les années 70-80 a connu une croissance très rapide aux USA,

essentiellement due à deux facteurs :

- Une augmentation des taux courts à des niveaux très élevés.
- Une inflation de la dette du Trésor américain.

En parallèle à cette croissance du marché du Repo américain, nous avons constaté plusieurs défaillances d'acteurs sur le marché du Repo dans la première moitié des années 80. Ces défaillances ont principalement pour origine l'usage multiple des titres déposés en Repo, car à cette époque, les titres donnés en Repo restaient dans un compte de l'emprunteur de cash. Dès lors, le prêteur de cash se retrouvait sans cash et sans titres. Ces événements accélèrent l'émergence du Triparty collateral agent ou Clearing agent, dont le rôle est devenu capital au fil des années avec un marché du Repo qui s'est développé aussi bien aux USA qu'en Europe. Pour les États-Unis, les deux acteurs majeurs sont la Bank of New York Mellon et JP Morgan Chase. En Europe, le marché du tripartie a débuté au début des années 90.

D'un point de vue juridique, de quels contrats parlons-nous ?

Tout d'abord, un Repo est une vente de titres contre du cash avec l'engagement de racheter ces titres à une date ultérieure moyennant un premium. Ces transactions s'appuient sur des contrats correspondants à une convention cadre type "GMRA", qui fournit aux contreparties un ensemble contractuel faisant office de règles de fonctionnement pour les transactions à venir. Par ailleurs, un contrat tripartie est établi entre le tripartie agent (Euroclear), le collateral

taker, et le collateral giver. Contractuellement, l'agent tripartie assure l'échange entre les titres et le cash, la mise en place des contrôles opérationnels afin de préserver l'intérêt de l'investisseur, et l'administration des titres échangés en collatéral.

Le marché du Repo en Europe est l'un des marchés les plus liquides. Nous observons une fluctuation du marché Repo et de l'outstanding en tripartie Repo, notamment en 2008, due à l'assèchement de la liquidité interbancaire et sa répercussion sur l'outstanding.

Où en sommes-nous après la crise ?

Nous avons constaté un rattrapage aussi bien au niveau du marché Repo bilatéral qu'au niveau du marché du tripartie. Pour l'ICSD Euroclear Bank, nous sommes environ à 320 milliards d'euros. Toutefois, des changements apparaissent au niveau du marché du tripartie, avec un fly to quality, soit la tendance des avoirs déposés en tripartie collateral management à être de très bonne qualité. Ainsi, nous avons près de 60 % à 80 % de AAA et AA, et une utilisation croissante des CCP dans la négociation Triparty Collateral Management.

Comment l'Europe se porte-t-elle par rapport aux États-Unis ?

En Europe, le tripartie représente environ 10 % du marché du Repo bilatéral, alors qu'aux USA, nous sommes à 50 % du marché tripartie par rapport au marché Repo US, ce qui confirme une pénétration bien plus importante, logique

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet

du fait qu'historiquement, le marché des Repo a débuté plus tôt aux États-Unis. Toutefois, la crise n'a pas épargné les marchés du Repo et du Triparty Repo aux États-Unis, et l'outstanding est actuellement de 1.7 trilliards de dollars US, contre 2.7 trilliards de dollars avant. Le rattrapage a été plus important en Europe.

Euroclear propose deux offres de Collateral Management à valeur ajoutée, à savoir le Delivery By Value (DBV) en Euroclear UK & Ireland, et le Triparty Collateral Management basé sur le module AutoSelect en Euroclear Bank. Ce dernier outil, plus sophistiqué que l'outil DBV, est celui que nous proposons d'élargir à plusieurs plates-formes et marchés domestiques.

Qu'est-ce que le tripartie ?

Le tripartie est une prestation de type sous-traitance opérationnelle qui facilite la gestion du collatéral échangé lors de la transaction. Euroclear, au fil du temps et des évolutions de marché, a pu adapter et enrichir son offre tripartie. Cette flexibilité nous permet maintenant de déployer ces offres sur plusieurs environnements, et donc de ne plus être nécessairement captifs d'un seul système de règlement/livraison, notamment Euroclear Bank. L'outil de Collateral management permettra alors un traitement complètement automatisé de la saisie de la transaction de Repo au dénouement des titres. Ce système a démontré sa résilience en 2008 lors de la crise Lehman Brothers, et il tourne aujourd'hui avec plus de 250 utilisateurs. Nous bénéficions donc d'un retour sur expérience très important pour améliorer ces outils.

Quel est le rôle joué par Euroclear France ?

Euroclear France agit en tant qu'administrateur neutre, puisqu'il n'est pas une contrepartie à la transaction. Il assure donc l'échange des titres contre des espèces, et les contrats en vigueur

sont relativement similaires entre le tripartie en Euroclear Bank et le tripartie en Euroclear France, la prestation offerte par ce dernier étant régie par le droit français. Euroclear, au-delà d'être l'agent neutre, sera en charge de l'administration des titres échangés dans ce Repo.

Quatre points essentiels apparaissent dans la gestion du collatéral et dans une offre tripartie :

- Le support opérationnel correspond à notre cœur de métier : en effet, les clients qui souscrivent au Triparty Collateral Management peuvent s'appuyer sur une équipe d'experts qui connaissent parfaitement l'offre et qui se familiarisent aux spécificités de l'activité de nos clients.
- La qualité des données de référence sur les titres (date de paiement, date de remboursement) et surtout les ratings et la valorisation : ces données sont collectées par le Collateral Management System à travers différentes sources. Dans les relations bilatérales les contreparties ont également la possibilité d'utiliser des valorisations qui leur sont propres, selon leurs propres modèles.
- La définition du profil de collatéral : en effet, le collatéral éligible est d'une importance capitale, car il permet au prêteur de cash de réduire son risque et, en cas de défaut, de récupérer une partie de son cash selon la liquidité de l'instrument. Le cash provider pourra, dès lors, définir un ou plusieurs profils de collatéral en fonction de son niveau d'acceptation du risque. Euroclear, en tant qu'agent tripartie, est capable d'offrir un paramétrage élaboré des profils de collatéral, lesquels donnent naissance ou non à des pools de collatéral plus ou moins liquides. Les paramètres du profil de collatéral éligible incluent par exemple le type d'avoir, l'émetteur, la devise... D'autre part, le collateral taker a aussi la possibilité de définir des limites de concentration, afin d'assurer une diversification du collatéral reçu dans la transaction. Ces règles de concentration en pourcentage ou en montant absolu s'appliquent sur les types d'avoirs ou sur le rating de l'émetteur par exemple.

- L'automatisation constitue l'enjeu majeur pour vos établissements et pour les intermédiaires dans la chaîne, que ce soit la Banque de France, LCH.Clearnet SA ou Euroclear. Il s'agit d'assurer une automatisation et un processus STP (Straight through Processing) de bout en bout, afin de gérer des volumes importants avec un risque minimum, dans des délais restreints et parfois dans des conditions de marché exigeantes. Comme indiqué précédemment, Euroclear va donc découpler son outil de Collateral Management System pour permettre une polyvalence et une gestion sur plusieurs systèmes de règlement/livraison. Ce découplage et cette synchronisation additionnelle avec ESES vont permettre une intégration des données de règlement/livraison et de custody comme nous la connaissons aujourd'hui en Euroclear Bank. Effectivement, l'une des caractéristiques essentielles du Collateral Management System est l'intégration dans l'activité de règlement/livraison, et donc la substitution de titres déposés en collatéral est assurée de façon automatisée pour couvrir des besoins en settlement ou en custody.

Zoom sur le projet de Place

À la demande du marché, Euroclear a décidé de substantiellement enrichir son offre de Collateral Management. Ce changement se matérialisera dès cette année, avec le terme de DBV qui est lancé en juin 2011 et le Triparty Collateral Management qui sera lancé en Euroclear France en novembre 2011. La vision à long terme d'Euroclear est de favoriser l'émergence d'un pool de collatéral européen, liquide et gérable indépendamment des fragmentations actuelles ou des limitations des systèmes.

L'offre de tripartie adressera trois segments de marché.

- Le tripartie bilatéral entre deux clients ESES : A et B négocient une transaction Triparty Collateral Management, injectent des transactions dans l'outil de Collateral Management

Présentation du Projet

System, qui lui-même injectera les instructions de règlement/livraison sur les titres éligibles.

- La négociation anonyme d'un panier de collatéral standardisé : ce panier est négocié sur une plate-forme électronique de façon anonyme, et compensé par une CCP, (LCH.Clearnet SA). Les positions nettes sont ensuite injectées dans un outil de Collateral Management System pour un règlement/livraison en Euroclear France ou Euroclear Bank.
- Les opérations de refinancement auprès de la banque centrale : en effet, la Banque de France s'est engagée à utiliser les outils de Triparty Collateral Management, mis à disposition en Euroclear France, pour permettre des opérations de tripartie entre une banque française et la Banque de France.

En résumé, d'une part, l'offre tripartie d'Euroclear France va s'appuyer sur la plate-forme AutoSelect. Nous assisterons alors à l'extension de la plate-forme AutoSelect et de ses moyens de communication, afin de faciliter une migration rapide pour les clients existants sur ces systèmes, en total partenariat avec la Banque de France, LCH.Clearnet SA, Euroclear France, et ESES au sens large. L'offre s'appuie sur deux qualités de monnaie, à savoir la monnaie banque centrale en Euroclear France, et la monnaie banque commerciale en Euroclear Bank. D'autre part, l'offre tripartie bénéficiera de la même sophistication et flexibilité que l'outil Collateral Management existant, mais cette fois-ci intégré à l'activité d'Euroclear France. L'optimisation du collatéral avec la réhypothèque de celui-ci est un atout majeur de l'offre d'Euroclear France. Enfin, cette offre évolutive couvrira les besoins face à la banque centrale en novembre 2011, ceux du marché compensé et bilatéral en février 2012, et permettra à terme une négociation anonyme des paniers, indépendamment de la localisation des avoirs.

Concernant la cinématique des flux, le Collateral Management System fonctionne en multi-batches, en parallèle du système de règlement/livraison ESES. À travers chaque batch, les opérations de Collateral Management possibles sont le traitement des nouvelles transactions, les appels de marge, et les substitutions. Nous avons alors une dynamique très importante entre la gestion du collatéral et le système de règlement/livraison, d'une part pour assurer la fluidité, et d'autre part, pour s'assurer d'un taux d'efficacité élevé de règlement/livraison. En termes de gestion de projet, nous fonctionnons à marche forcée avec des ateliers dédiés pour couvrir les besoins du marché, les aspects contractuels, et suivre la mise en place et la montée en charge de ce produit. Actuellement, les contrats sont en cours de finalisation et les tarifs sont à publier.

Quelle est la finalité du déploiement de ce genre d'offre ?

La finalité pour les acteurs du collatéral est la création d'un pool de liquidités européen. En effet, nous assistons à un rôle croissant des CCP sur le marché du Repo, qui chacune développe des paniers standardisés de collatéral, produits s'appuyant sur les Collateral Management Systems. À ce titre, l'ERC (European Repo Council) a demandé à Euroclear et à Clearstream d'établir une interopérabilité au niveau des Collateral Management Systems afin d'augmenter la liquidité de ce(s) pool(s) de collatéral.

Ainsi, la solution du panier collatéral standardisé par LCH.Clearnet SA, s'appuyant sur le CMS Euroclear et les systèmes de règlement livraison ESES et Euroclear Bank, sera le premier cas concret d'une interopérabilité pour faciliter l'émergence de ce panier liquide. Les acteurs internationaux et les banques participent à la définition de ce modèle et de ces baskets, pour permettre une optimisation du collatéral entre Euroclear Bank et ESES, et, à terme, entre Euroclear et Clearstream. ▼



Jacques Vanhautère

Responsable du Projet Tripartite de Place volets négociation et compensation, LCH.Clearnet SA

Dans le cadre des travaux de Place qui viennent de vous être décrits, l'objectif de cette présentation est de faire un point sur **la sphère CCP et son offre de services**, qui s'étendent au-delà de la Place parisienne puisque l'ambition est de développer une offre paneuropéenne.

Avant d'entrer dans le détail de cette offre, il est utile de revenir quelques instants sur les éléments clés de contexte qui sous-tendent cette initiative.

Pour synthétiser, les origines de cette initiative reposent sur 4 éléments clés :

Nous allons vous présenter aujourd'hui les quatre idées fortes de l'offre tripartie, à partir de la présentation faite par l'Euro-système lors du dernier SIBOS à propos de CCBM2.

- Un premier élément concerne le projet CCBM2 et les annonces faites par l'Euro-système lors du dernier SIBOS qui a précisé d'une part que CCBM2 sera pluggé sur les systèmes de Collateral Management Triparty existants et d'autre part que l'obligation de repatriation devait évoluer à l'issue de son implémentation. En effet, aujourd'hui, pour pouvoir réutiliser les titres en refinancement banque centrale, il est nécessaire de retourner vers le CSD d'origine pluggé avec la banque centrale correspondante repatriation, ou de faire appel à une structure de liens dits relayés

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet

entre les CSDs. À l'issue de la montée en charge de CCBM2 en 2013, nous assisterons à la suppression de cette obligation de repatriation.

- Le deuxième élément est lié au besoin croissant de sécurisation du marché interbancaire : la première façon de sécuriser le marché a été d'utiliser la technique du Repo pour collatéraliser les transactions. Toutefois, et face à des faillites comme celle de Lehman Brothers, les limites de risque entre contreparties ont été considérablement renforcées. Par exemple, si j'ai du collatéral, et que je veux du cash, mais l'établissement qui peut me le prêter est bloqué par la limite qui m'est appliquée par son propre service des risques, il ne peut plus me prêter et le marché interbancaire peut se trouver grippé.

- Le troisième élément concerne l'ensemble des décisions de l'ERC (instance européenne décisionnaire dans le marché du Repo) prises au mois de janvier dernier, puisque l'ERC a donné deux signaux forts au marché : le premier signal fondamental est de dire qu'à terme, le Collateral Management ne peut fonctionner autrement qu'en DVP. Effectivement, les transactions sur le collateral management doivent être en DVP pour juguler le risque opérationnel. Le deuxième signal fondamental, est d'affirmer une volonté de créer un marché interbancaire unique et sécurisé de Collateral Management au niveau européen. Nous touchons ici à la notion d'interopérabilité, connue pour les CCP, mais il s'agit ici de l'interopérabilité des Collateral Management Systems (CMS) donc entre les produits proposés par les CSD/ICSD, Clearstream et EuroClear en tête.

- Le dernier élément est le besoin bancaire de pouvoir faire du Repo « vrac » sur la Place de Paris en monnaie centrale. Cette possibilité existe déjà en Euroclear Bank, mais pas dans l'environnement ESES. L'outil performant existant en Euroclear Bank est AutoSelect, il reste donc à l'implémenter dans l'environnement ESES.

Quel est le rôle d'une CCP ?

Tout d'abord, petit rappel, dans le monde des transactions, au niveau du marché et du post-marché, les différentes activités (trading, clearing, settlement et banking) représentent plusieurs étapes de la transaction, et à chaque étape, un interlocuteur bancaire différent peut intervenir et être l'interlocuteur de la CCP.

Ensuite, le rôle en tant que tel d'une CCP peut se décliner en plusieurs spécificités :

D'une part, la CCP offre l'anonymat, qui est fondamental en particulier lorsque nous rencontrons des problèmes de limite de risque vis-à-vis d'une contrepartie. In fine, vous ne traitez pas avec telle ou telle contrepartie, mais bien avec une entité qui va prendre le rôle de la contrepartie centrale, à savoir LCH.Clearnet SA, qui apportera cet anonymat entre les acteurs.

Le deuxième point important est la couverture de risque offerte par la CCP. Le risque de marché doit être couvert, mais particulièrement le risque de contrepartie, lorsqu'une contrepartie fait défaut. En effet, il est impératif que ce défaut soit parfaitement neutre pour les autres membres du marché non défaillants, d'où le rôle capital du default management de la CCP. Ainsi, la CCP est la contrepartie de tous les acheteurs et les vendeurs, assumant ainsi tous les risques et obligations des différentes parties vis-à-vis du Clearing member. Derrière, s'il y a des trading members, c'est au rôle du clearing member d'assumer ce risque de contrepartie en tant que mandataire/ducroire.

Le dernier sujet capital quant à la présentation d'une CCP est le netting multilatéral. La fonction clé dans ce netting multilatéral est l'offsetting, où la CCP constitue l'unique contrepartie, au lieu d'avoir des multiples transactions avec de multiples contreparties, de multiples échéances, chaque contrepartie se retrouve uniquement en position nette vis-à-vis d'un seul interlocuteur, la CCP...

Après ce rappel du rôle d'une CCP, nous pouvons nous pencher plus particulièrement sur

la partie collateral basket, en reprenant les concepts exposés précédemment, à savoir l'anonymat, les services de négociation et de compensation, et le Collateral Management System. Il convient aussi de considérer le concept de « with pledge » qui offre la possibilité de réutiliser les titres obtenus face à la CCP, en refinancement banque centrale.

Il est donc clair qu'il s'agit d'un véritable partenariat entre la Banque de France, Euroclear France, et LCH.Clearnet SA pour reconstruire un produit de Place efficace.

Quelles sont nos ambitions ?

- Définir les baskets support de la garantie et répondant aux besoins du marché.

- Toucher le maximum de contreparties possibles sur ce marché du tripartie collatéral, en commençant par la Place de Paris, puis l'Europe dans les années à venir. Les contreparties cash sont plutôt en ESES, mais les contreparties Titres se trouvent plutôt en Euroclear Bank. Pour former un marché performant, il est donc nécessaire de toucher les contreparties dans les deux environnements.

- Répondre aux besoins du marché, en considérant les décisions de l'ERC en matière de DVP et d'interopérabilité.

- Être compatible avec les projets de l'Eurosystème, soit avec le projet de Collateral Management qu'est CCBM2 en 2013, et le projet de règlement/livraison en monnaie centrale qu'est T2S pour 2014.

- Créer un réel marché GC (general collateral ou Repo vrac). Ainsi, plutôt que donner leurs instructions ligne par ligne, les utilisateurs pourront donner un montant cash, et l'agent tripartie, soit le CMS AutoSelect, ira chercher dans les stocks de titres et en appliquant les critères de sélection des baskets en Collateral Management.

L'idée, in fine, est de créer un seul marché du Collateral Management en Europe. Dans cette optique, nous avons organisé trois workshops pilotés par chacun de nous.

La notion de timing est importante puisque nous devons être prêts avant la mise en place

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet

de CCBM2, néanmoins deux autres contraintes doivent être prises en compte, à savoir la règle de repatriation qui disparaît seulement à la fin de CCBM2, et le fait qu'il n'y ait pas à ce jour de solution d'interopérabilité des CMS pour tout CSD/ICSD concerné.

C'est pourquoi nous allons d'abord lancer un Interim Business Model, le modèle cible intervenant avec la suppression des contraintes ci-dessus.

Interim business model

Comment assurer l'anonymat entre contreparties ?

Essentiellement grâce à l'usage de plates-formes électroniques (ATS) et l'interposition de la CCP. Lorsque deux offres (bid and ask) se matchent, l'automatic trading system nous envoie l'information que le deal a été effectué. La transaction est alors novée, c'est-à-dire que la CCP s'interpose entre les deux négociateurs initiaux. Ainsi, l'anonymat est assuré, car pour chaque négociation la seule contrepartie est la CCP. Opérationnellement les baskets sur lesquels porte la garantie de la CCP seront identifiés sur les plates-formes de négociation habituelles, désignés par des codes ISIN spécifiques.

Une des clés de la réussite de ce produit réside

également dans le default management et la politique de risque associée à la défaillance potentielle d'un clearing member.

Il est important de noter également que ce marché est un marché cash driven, c'est-à-dire que vous n'allez pas désigner les titres à collatéraliser, mais bien le montant cash. Par exemple dans le cas d'un cash lender, le principe sera de prêter 10 000 € face à tel ou tel basket, via la CCP le CMS sélectionnera ensuite les titres à dénouer en fonction des critères fixés par la CCP.

Quel est notre calendrier et sur quels environnements ?

Nous évoquions précédemment notre ambition de toucher un maximum de contreparties. Notre calendrier d'implémentation est le suivant : dès février 2012, la CCP sera pluggée non pas à un mais à deux CMS, à savoir le CMS AutoSelect en Euroclear Bank qui existe déjà, et le CMS AutoSelect en ESES qui sera créé à horizon fin 2011-début 2012. Néanmoins, à cette date, il y aura une stricte séparation entre les deux, du fait de la non-disponibilité de CMS interopérables. Nous aurons donc deux chaînes de règlements distinctes :

- Le CMS implémenté en Euroclear Bank avec un règlement/livraison en Euroclear Bank.
- Le CMS implémenté en ESES avec un règlement/

livraison pouvant se faire en Euroclear Belgium, Euroclear Netherlands, et Euroclear France.

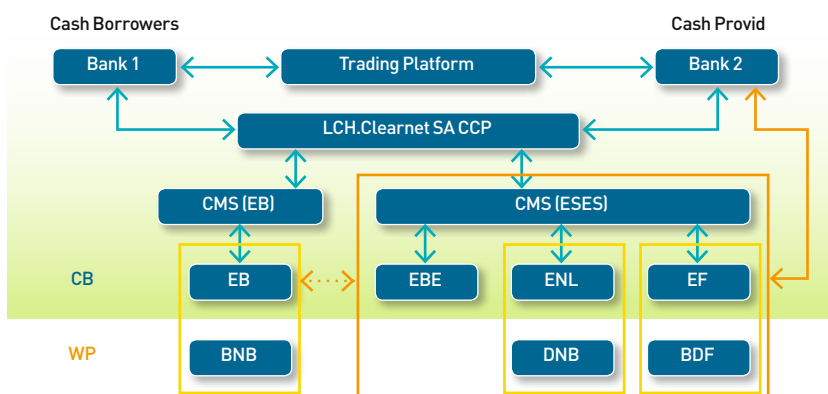
Cette séparation des CMS disparaîtra avec l'intra opérabilité entre les CMS d'ESES et EB. Nous pouvons parler d'intra opérabilité car nous restons à l'intérieur du groupe Euroclear CSD/ICSD.

Qu'en est-il du « with pledge » ?

Le with pledge offre la possibilité de réutiliser les titres pour les nantir auprès de la Banque de France par exemple. Quel est l'intérêt du refinancement lorsque nous sommes cash provider ? Prenons l'exemple suivant : je suis prêteur de cash (long), et pendant que mon Repo tourne, une crise type Lehman Brothers survient. J'ai un besoin urgent de refinancement et en période de crise, pouvoir me retourner vers la banque centrale aux fins de refinancement est primordial. L'élément clé est alors de pouvoir réutiliser les titres bloqués présents sur mon compte titres pour prétendre au refinancement de la banque centrale. Le with pledge est donc cette possibilité de réutilisation des titres obtenus précédemment au travers du clearing.

Ainsi, au sein du même environnement du Collateral Management System, nous aurons accès à trois activités différentes :

Interim business model



1. Repo trading on cash against CBWP baskets identified by an ISIN (including same day repo)
All or part of Eurosystem eligible collateral (several baskets)
2. Clearing & guarantee (Novation, Netting, Position keeping, Risk and Default Management, Reporting...) on the net amount of repo contracts through represented CMF
Cash driven
3. Collateral instructions sent to CMS EB OR CMS ESES
Re-use & substitution allowed by environment
4. Settlement in DVP
5. Possible collateral re-hypothecation to collateralise credit granted by National Central Bank (refinancing)
In a STP mode in ESES environment (with direct links)
In a non STP mode through relayed links in EB environment
Collateral processing governed by Eurosystem rules

Bank 1 and Bank 2 to be eligible trading participants, eligible clearing members and eligible counterparts recognised by NCB. It could be three different institutions. Euroclear CMS tools available in different environment (EB, EF, EN...). Choice of National Central Bank should be possible.

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet

- Le tripartie collatéral management en bilatéral pur (deux contreparties non anonymes).
- Le tripartie collatéral management anonyme compensé par une CCP.
- Un tripartie collatéral management avec la Banque Centrale.

Le point fondamental est de pouvoir réutiliser les titres obtenus et assurer leur substitution au sein des différents Repos tout au long de leur vie, formant alors une porosité intégrale entre ces trois activités.

GIP tripartie: les résultats du workshop N° 1 piloté par LCH.Clearnet SA

1. La partie trading

Sur la partie trading, nous avons d'ores et déjà trois plates-formes de négociation automatique importantes sur la Place européenne: BrokerTec Europe, MTS et Tullett-Prebon. Elles nous soutiennent et sont prêtes à mettre sur leurs écrans les codes ISIN qui correspondront à nos baskets.

2. Membership et fees

Nous reprendrons exactement les mêmes règles érigées au niveau du groupe LCH. Clearnet pour les produits fixed income, c'est-à-dire 400 millions d'euros pour un global clearing member et 100 millions pour un individual clearing member avec une notation BBB au minimum pour les deux.

Concernant la partie fees, nous reprenons également les mêmes tarifs que les produits fixed income, c'est-à-dire un euro pour la transaction de Repo en elle-même puis un ad valorem selon la valeur du montant de cash négocié et la durée (le nombre de jours correspondant au Repo entre l'initiation date et la return date).

3. Le design du produit

- Les transactions cash sont en € garanties par un Repo vrac classique. correspondant aux différents critères des baskets.

- La novation se fera sur base d'anonymat avec netting.
- Le Repo support en lui-même sera un classique Repo en full DVP sur base d'un fixed term au maximum égal à un an. Nous autorisons également les forwards Repo jusqu'à 10 jours maximum.
- Nous traiterons uniquement à partir d'un taux d'intérêt fixe et non variable au démarrage.

4. Le default management

Le default management est la clé innovante du produit que nous offrons. En effet, nous considérons au départ que sur un marché cash driven, l'unique élément à garantir était le cash (et les intérêts bien sûr). Or, nos clients sont les treasury desks, mais également les fixed income desks et les Repo desks, et ces derniers ont un besoin fondamental d'avoir une garantie également sur les titres, pour être sûrs de récupérer les bons titres. Nous avons donc opté pour étendre notre garantie à la partie cash et à la partie titres.

Pour gérer au mieux cette défaillance, nous nous ferons aider par un default management committee composé des principaux traders des clearing members afin de trouver la meilleure façon de gérer cette défaillance en termes d'outils, de titres, et de prix.

La composition des baskets

Tout d'abord, la composition des baskets sera basée sur la liste de l'Eurosystème.

Ensuite un point fondamental est que nous sommes dans un environnement mouvant, où certains ratios de liquidité deviennent clés pour les banques, notamment le liquidity coverage ratio (LCR) de Bâle III.

Au niveau du workshop N° 1, nous avons décidé avec les opérateurs de définir pour le démarrage deux baskets sur une base concentrique. Au départ, nous prenons la liste de l'Eurosystème qui constitue le premier ensemble de référence. Le basket N° 2 sera composé des 33 000 titres de la liste de l'Eurosystème, à

l'exception de la catégorie de liquidités numéro cinq (les ABS). Les quatre premières catégories de liquidités (au sens Eurosystème) seront toutefois intégrées dans ce premier type de basket. Dans cette logique de sous-ensemble concentrique, le basket N° 1 sera bâti pour pouvoir répondre à la contrainte de Liquidity coverage ratio. Ce dernier n'est pas encore tout à fait déterminé et c'est pourquoi nous l'appelons LCR équivalent. Nous reprendrons néanmoins les critères de ratio de liquidité édictés par Bâle III pour définir les titres éligibles dans ce basket.

Un élément nouveau dans la composition de ces baskets est que nous allons introduire des limites de concentration dans trois domaines. Le premier type de limites concentration sera en termes de rating de produit par issuance/issuier. Le deuxième type de concentration sera lié aux règles LCR de Bâle III. Enfin, le troisième type de concentration correspondra aux concentrations par émetteur tous produits confondus, c'est-à-dire une limite de concentration couvrant les différentes catégories de liquidité.

Le dernier point particulièrement important dans la gestion de ces baskets est de s'assurer d'avoir un vrai prix de marché pour les securities qui font partie de ces baskets. En accord avec Euroclear, nous avons ajouté une règle supplémentaire: tout titre qui n'a pas fait l'objet d'un prix de négociation (c'est-à-dire d'une véritable négociation, pas un prix théorique) sera automatiquement substitué par un autre titre au bout de cinq jours.

En conclusion, dès février 2012, nous aurons une solution à la fois en Euroclear Bank et en ESES. À partir de novembre 2012, lorsque l'interopérabilité au niveau des CMS d'Euroclear sera en place, nous aurons au sein du groupe Euroclear un système parfaitement homogène avec un seul jeu de baskets. Notre objectif cible n'est pas d'avoir multiplicité de marchés fragmentés (par CMS/CSD), mais un marché unique du collatéral management en Europe couvrant les différents CSD/ICSD. ▼

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet



Alexandre Gautier

Responsable du Projet Tripartite de Place volet refinancement Banque Centrale,
Banque de France

Le message du côté de la **banque centrale** est simple : la sélection des titres via le tripartie Repo donne un accès au refinancement banque centrale dans les mêmes conditions qu'un apport direct de titres. Ainsi, aucune spécificité n'est à noter sur les titres qui sont sélectionnés via le tripartie Repo. La seule spécificité est l'adaptation à l'automatisation.

Nous avons la volonté de démarrer vite, dès novembre 2011 sur l'univers Euroclear France, puis nous élargirons le périmètre à mesure que les liens seront davantage efficaces, jusqu'à aboutir à la perméabilité complète entre les univers ESES et Euroclear Bank.

En matière d'éligibilité, d'une part, les titres éligibles aux opérations tripartie sont exactement les mêmes que ceux éligibles pour les opérations classiques, et d'autre part, les critères d'éligibilité sont également identiques, c'est-à-dire qu'en matière par exemple de valorisation, aucune règle n'est spécifique aux titres apportés dans le cadre du tripartie.

La mécanique juridique est aussi la même. Aujourd'hui, la banque de France et l'Euro-système se protègent sur la liquidité par une mécanique de nantissement, cette logique sera la même demain mais dans un compte spécifique. Ainsi, les titres seront nantis au

profit de la Banque de France par la mécanique AutoSelect.

La comptabilité reste la même également, c'est-à-dire que les titres restent au bilan de celui qui apporte les titres au pool de collatéral tripartie. Il y a un double enregistrement hors bilan, un engagement de garantie qui est donné pour identifier les titres mis en garantie, et un engagement de liquidités qui a été reçu. La question du ratio de liquidité a également été évoquée, les titres nantis sont pris en compte pour l'intégralité de leur valorisation Banque de France (BdF).

À titre d'illustration, retraçons ensemble un exemple.



Euroclear France

Banque A comptes tripartie

• Compte de "collateral taker" :	0
• Compte de "collateral giver" :	200
<i>Valo BdF = (180 / 0.9)</i>	
• Compte de "re-use" :	0

BdF comptes tripartie

• Compte de "collateral taker" :	0
----------------------------------	---



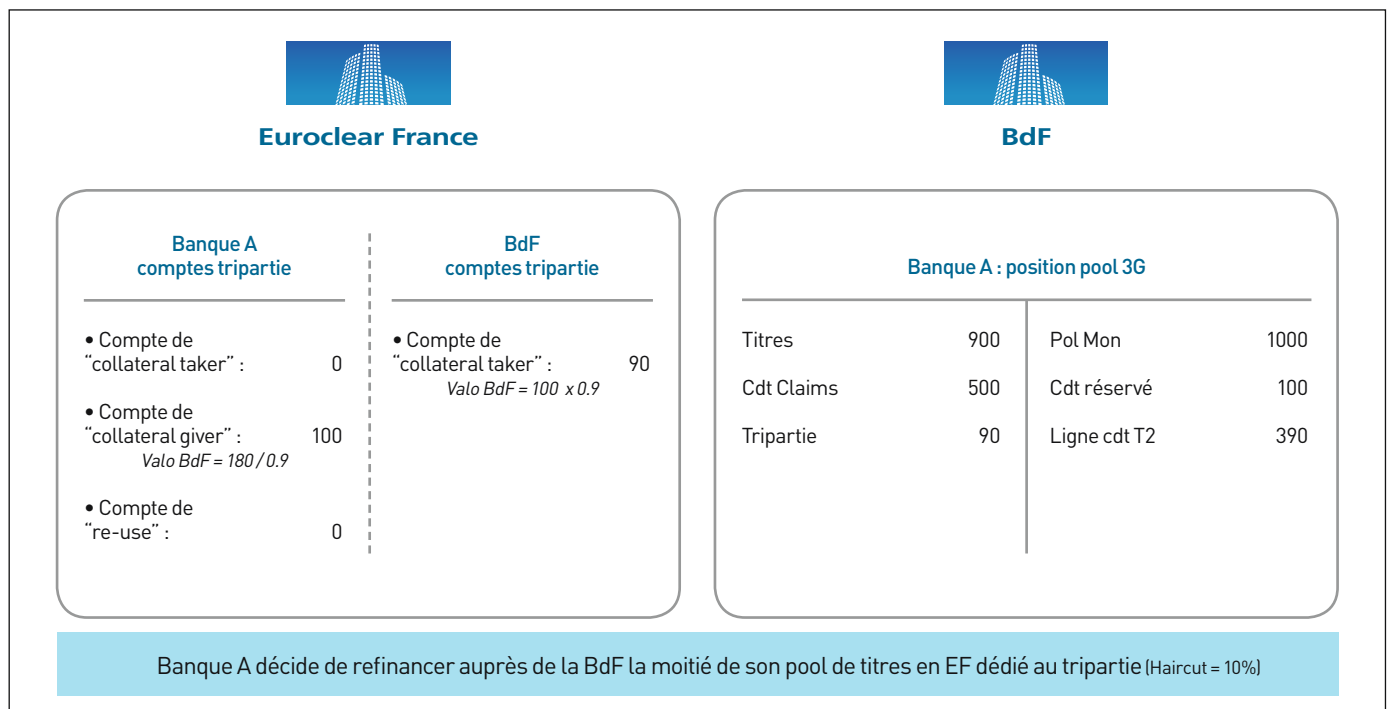
BdF

Banque A : position pool 3G

Titres	900	Pol Mon	1000
Cdt Claims	500	Cdt réservé	100
		Ligne cdt T2	300

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Présentation du Projet



Nous avons la partie Ressources, avec un total de 1 400, et les emplois en face. Dans cet exemple, nous avons pris un établissement qui a une activité tripartie. Comme expliqué précédemment, il y a trois comptes dans l'activité tripartie : un compte de collateral taker pour le collatéral que vous allez recevoir, un compte de collateral giver pour le collatéral qui potentiellement peut être donné, et enfin un compte de re-use.

Mettons désormais ce micro modèle en action : Posons comme postulat le fait que la banque décide de refinancer auprès de la Banque de France la moitié de son pool de titres dédié aux triparties. Nous rappelons que dans son univers triparty Repo, la banque avait 200 à mettre à disposition comme titres. Dans ce cadre-là, la BdF reçoit les titres qui vont passer du compte de collateral giver en collateral taker, avec l'application d'une décote générique de 10 % pour rendre l'exemple plus lisible. Nous pouvons alors remarquer que, dans la partie

gauche, les 100 sont sortis du collateral giver et sont allés sur ce compte de tripartie au bénéfice de la Banque de France avec une valorisation de 90. Au sein de la BdF, cette opération se traduit immédiatement par un pouvoir d'achat de 90.

La spécificité de ce circuit est qu'il apparaît sous une forme de ligne unique. Par exemple, sur la partie titre, la première ligne est égale à 900, puis l'écran 3G donne accès aux détails. En effet, lorsque nous cliquons dessus un détail apparaît. En revanche, ce n'est pas le cas sur les credit claims, avec la ligne égale à 500, car le pouvoir d'achat est donné. Lorsque vous envoyez des credit claims à la Banque de France, nous calculons un certain pouvoir d'achat, puis nous inscrivons dans l'écran 3G que ce que vous avez apporté en credit claims est valorisé 500. Il en va de même pour le tripartie Repo, il s'agit d'un pouvoir d'achat donné.

La conséquence est que cela apparaît en ressources du pool 3G (cf. ligne en gras), et la BdF ne va pas fournir les services habituels pour les autres catégories de titres. En effet, pour les titres apportés directement chez nous dans le pool 3G, donc les 820, le détail apparaît, en revanche pour les titres qui sont à apporter via la mécanique du tripartie, nous ne pouvons pas fournir ce service, étant donné qu'il est déjà fourni par Euroclear.

Enfin, en ce qui concerne le calendrier, nous avons convenu d'un démarrage de la mise en œuvre en novembre 2011, en se raccordant techniquement à l'univers tripartie. Le séquençement est le suivant : en novembre 2011, nous démarrons les liens éligibles et l'univers Euroclear France qui est ouvert à cette mécanique de tripartie, en faisant signer un avenant à la convention 3G ; puis, en 2012, lorsqu'il y aura l'interopérabilité, soit la perméabilité entre les univers ESES et l'univers EB, nous continuerons l'évolution dans ce sens. ▼

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Table Ronde



Gilbert Ignard

Je voudrais tout d'abord m'excuser car la table ronde a été changée, et il manquera notamment un représentant des intermédiaires.

Voici quelques mois, lors de mon intervention au sein de cet amphithéâtre, j'ai évoqué un rêve qui semble aujourd'hui devenir réalité à travers le projet de tripartie. En effet, le projet est de grande envergure et fédère une grande variété de métiers, allant du marché du cash au marché des titres. Nous avons donc aujourd'hui l'opportunité de travailler ensemble et de participer à un projet capital pour la Place de Paris.

Ce projet est comparable à une pièce de théâtre. Nous avons eu au début, le metteur en scène qui nous a dévoilé la pièce et l'in-

trigue, puis ensuite, nous avons évoqué les costumes, avec la mise en scène et les lumières. Mais qu'en est-il des acteurs ? Les acteurs sont très importants et il sera particulièrement intéressant de découvrir leur vision du rôle à tenir dans ce futur marché.

Tout d'abord, une question à Pierre Le Veziel qui représente l'AFTB : comment les trésoriers peuvent-ils s'inscrire dans ce marché ?



Pierre Le Veziel

Alexandre Seignat, président de l'AFTB, m'a demandé de le remplacer cet après-midi.

L'AFTB a mis récemment en place une commis-

sion Repo pour montrer à quel point le Repo est déterminant pour les trésoriers. Dans le Groupe Crédit Agricole auquel j'appartiens, je travaille pour CA-CIB et le Repo tripartie est au sein de la trésorerie. Le tripartie constitue une activité clé, il est pour nous un moyen de recycler les excédents de trésorerie de façon sécurisée.

En tant qu'acteur majeur sur ce marché, nous avons volontiers participé au projet de mise en place du Repo tripartie en France. En tant que trésorier, le fait d'avoir un panier éligible à la banque centrale est pour nous un point capital, car il nous permettra d'améliorer et d'affiner la gestion de notre bilan. Un autre point essentiel est d'avoir l'interopérabilité à terme, car elle nous permettra de grandir en taille et de mieux répartir nos ressources sur ce marché.

Gilbert Ignard

Erwan Dayon, Responsable du desk Repo à la Société Générale, comment voyez-vous ce nouveau marché dans la trésorerie ? Les échanges

Table Ronde

collatéralisés sont-ils un phénomène conjoncturel ou structurel ?



Erwan Dayon

Du point de vue des traders, l'activité tripartie Repo était secondaire. Désormais, cette activité représente une partie essentielle de notre stratégie, en termes de financement de nos asset ou de possible re-use de titres, puisqu'elle représente près d'un tiers de notre activité. Ainsi, ce projet s'inscrit véritablement dans le sens de l'Histoire.

Le marché du Repo européen est le plus gros du monde, mais comme nous l'ont signalé plusieurs intervenants, ce marché est extrêmement divisé, avec deux custodians internationaux et plusieurs custodians domestiques. Pour la première fois, la notion d'interopérabilité est évoquée, et elle est d'ailleurs fondamentale pour le développement et la réussite du projet. Le passage d'une activité essentiellement bilatérale à une activité essentiellement tripartie a permis de réduire le volume d'instructions à traiter pour les établissements bancaires, qui est maintenant géré par le triparty agent. Toutefois, le maintien de nombreux custodians et l'explosion massive des transferts de titres d'un custodian à un autre, ont entaché les gains de productivité réalisés, car le gain réalisé d'un côté est en partie réabsorbé de l'autre. Ainsi, ce projet de tripartie est une solution fondamentale pour redynamiser les gains de productivité. En conclusion, si le marché est réellement unifié, le tripartie continuera à progresser pour devenir un élément aussi prépondérant qu'il l'est aux États-Unis.

Gilbert Ignard

Stéphane Chartier, Responsable Trésorerie Titres, Pensions Livrées et Prêt/Emprunt au CM CIC, a la particularité d'avoir participé au groupe de travail dès l'origine. Comment avez-vous vécu ce projet de l'intérieur ?



Stéphane Chartier

Les échanges collatéralisés sont une composante essentielle d'une trésorerie. Par exemple, lorsque nous avons des commerciaux qui vendent notre crédit et souhaitent rencontrer des contreparties long cash pour que celles-ci souscrivent à nos certificats de dépôts, un certain nombre de contreparties affirment vouloir commencer par du Repo.

La politique, de gestion des risques, affichée par les différents départements de risques des contreparties long cash consiste à établir le Repo comme première étape vers l'entrée en relation, et c'est pourquoi les échanges collatéralisés sont en forte croissance depuis la crise. Traitons maintenant la question des limites sur les contreparties. Certaines entreprises avec un bilan très levragé cherchent à financer leurs actifs, mais les lignes qu'elles peuvent avoir en blanc sur le marché ne suffisent pas toujours à financer leur bilan. C'est la raison pour laquelle, elles ont absolument besoin du Repo pour clore le financement de leurs actifs, et nous arrivons parfois au paradoxe suivant : avoir un coût de refinancement en collatéralisé et présenter des taux supérieurs au niveau équivalent au blanc. Ainsi, les échanges collatéralisés ne sont pas un phénomène conjoncturel, mais bien une évolution structurelle, voire une dimension inévitable d'une trésorerie et d'une gestion actif-passif.

Notre équipe fait du tripartie et du bilatéral. Pour des équipes resserrées comme les nôtres, l'intérêt du tripartie par rapport au bilatéral est de pouvoir réaliser des gains de productivité conséquents en traitant, en un ticket, un grand nombre d'opérations équivalentes en bilatéral, et en refinançant des petites tailles (scrap), ce que le bilatéral ne nous permet pas de faire. Dans les groupes de travail auxquels ont participé mes pairs, un objectif était également de définir une offre qui apporte une sécurité supplémentaire par rapport à l'existant. La sécurité se décline sur trois axes :

- Les risques de liquidité : l'accès au refinancement de la banque centrale est essentiel, car le fait de pouvoir réutiliser le collatéral que vous avez reçu d'une contrepartie en monnaie banque centrale est une sécurité supplémentaire pour prêter, notamment dans la période d'incertitude que nous connaissons aujourd'hui
- Les risques de contrepartie : la compensation est essentielle car elle permet de diminuer les risques
- Le risque opérationnel : nous devons être particulièrement attentifs au risque opérationnel car nous sommes en DVP. Par ailleurs, nous sommes dans de « l'intégration dépositaire », c'est-à-dire qu'en faisant des opérations en monnaie commerciale et en monnaie banque centrale dans le même environnement, il y a l'opportunité de faire des gains de productivité et de diminuer les risques opérationnels à travers l'économie des transferts dépositaires. La vraie différence est la capacité des prestataires à répondre aux besoins des fournisseurs. Ainsi, les innovations développées sur l'année écoulée dans l'environnement Euroclear Bank, et qui seront portées ensuite dans l'environnement Euroclear France, nous donnent un espoir fort dans cette nouvelle offre EF tripartie.

Parmi les différentes innovations, et concernant l'aspect refinancement de la banque centrale, nous pouvons citer le service appelé Collateral

Projet de Tripartie sur la Place de Paris

Table Ronde

allocation interface, qui permet, via des liens indirects, d'accéder au refinancement de la banque centrale pour certains titres ISINés. Cette innovation se concrétise par le développement d'une alternative de mobilisation de nos titres en pool 3G, par l'économie des frais de dépositaire, et par la diminution du tampon de titres mobilisés sans que nous puissions les utiliser, c'est-à-dire en envoyant un SWIFT pour que les titres détenus en Euroclear puissent être mobilisés directement auprès de la Banque de France.

Le deuxième type d'innovation attendu qui répond réellement à un besoin est le service dit « EXCO », qui permet, sur des titres mark to model, de débrancher la valorisation automatique Euroclear, et d'utiliser une valorisation mutuellement agréée par les parties.

Le tripartie, est certes un produit capital, mais il reste historiquement difficile à mettre en place, notamment sur la partie contractuelle. Afin d'alléger cette implémentation, des innovations récentes sont apparues pour permettre de grouper l'offre de services tripartie dans un tripartie service agreement unique, regroupant à la fois le Repo tripartie, le prêt-emprunt, les dérivés, et l'offre Fast Track. Autrefois, nous avions besoin de circulariser les documents et avoir les trois signatures pour faire du tripartie.

Désormais, l'offre Fast Track permet de signer un document face à Euroclear, puis d'activer le mode tripartie uniquement par swift. Il en résulte un gain de productivité important pour des équipes qui doivent se focaliser sur le traitement de la valeur du collatéral et le suivi des risques.

Nous sommes convaincus que l'offre Euroclear France, en accord avec les acteurs de Place, permettra à terme d'avoir un service tripartie interconnecté, avec un accès en monnaie banque centrale et en monnaie commerciale. Nous sommes donc optimistes sur la capacité d'Euroclear à trouver des solutions encore plus optimales concernant l'ouverture des comptes,

afin de fluidifier l'entrée en relation pour de nouvelles contreparties.

Idéalement, traiter un tripartie devrait être aussi simple que faire un ticket bilatéral. Nous nous en approchons progressivement.

En conclusion, le projet tripartie est un projet d'envergure qui portera ses fruits sur la Place, et bénéficiera aux acteurs du marché du refinancement collatéralisé et du marché tripartie, en particulier aux banques françaises.

Gilbert Ignard

Nous avons aujourd'hui une multiplicité de marchés, avec notamment Clearstream et Euroclear. Tous ces marchés peuvent-ils coexister ? Peut-on imaginer un marché unique du Repo ?

Erwan Dayon

Dans un monde idéal, il serait préférable d'avoir un système unique avec des titres qui passent d'un compte à un autre très facilement. Toutefois, nous devons considérer l'historique de la construction du marché européen, car beaucoup d'acteurs nationaux s'appuient toujours sur leur propre Custodian domestique. En effet, les acteurs domestiques sur les marchés tels que l'Italie et l'Espagne sont particulièrement importants et ne peuvent pas être négligés.

Pierre Le Veziel

Nous sommes favorables à la diversité des acteurs, car elle pousse à l'innovation et elle est motrice dans la recherche de nouvelles solutions.

Stéphane Chartier

Nous pensons effectivement que la concurrence permet aux acteurs de se challenger pour une optimisation des coûts et une stimulation de l'innovation.

Gilbert Ignard

Ce marché ne va-t-il pas à terme faire disparaître le marché du blanc ?

Stéphane Chartier

Les deux approches sont complémentaires, car pour une banque commerciale, tous les actifs ne sont pas forcément collatéralisables, et donc il lui est nécessaire de refinancer des actifs par une ressource autre que le Repo.

Pierre Le Veziel

Le Repo tripartie est à mi-chemin entre le Repo bilatéral et le marché monétaire. Le marché du blanc ne va pas disparaître car nous en avons besoin, même s'il y a une tendance forte du marché vers les échanges collatéralisés.

Gilbert Ignard

Le fait de créer des CCP concourt-il à la non-transparence du marché ?

Pierre Le Veziel

Chaque établissement doit décider de l'opportunité d'aller vers les CCP pour plus de fluidité mais doit également juger si le risque de contrepartie sur la CCP est suffisamment acceptable.

Erwan Dayon

Nous remarquons que le comportement des CCP reste extrêmement responsable, comme l'illustre le comportement de LCH.Clearnet vis-à-vis des dettes portugaises et irlandaises, puisqu'ils n'incitent pas à prendre des risques inconsidérés dans leur politique de restriction sur les initial margins. Néanmoins, la majorité des grandes banques sont membres des CCP et n'ont aucune forme de contrôle.

Table Ronde



Jacques Vanhautère

Deux points fondamentaux sont à considérer à ce sujet, la gestion des prix et la gestion de la défaillance.

- La gestion des prix : D'une part, en termes de formation des prix, il est à noter que la multiplicité des plates-formes de négociation connectées à LCH.Clearnet SA nous permet d'avoir le meilleur prix. D'autre part, pour la mise à jour des prix, nous nous appuyons sur des systèmes performants mis en œuvre par Euroclear au niveau des CMS, reconnus par les banques centrales et contrôlés régulièrement par ces mêmes banques centrales
- La gestion de la défaillance : comment l'assurons-nous et quelle est la contribution de chacun à la mutualisation du risque effectif ? Dans le cadre du fonctionnement d'une CCP, les variation margins et initial margins sont là pour couvrir les fluctuations en situation normale. Ce sont ces marges qui sont utilisées en premier pour couvrir le risque de défaillance unitaire du CMS considéré. Toutefois, dès que nous passons à la notion de fluctuation en situation

stressée, nous rentrons dans les modèles de gestion mutuelle par l'intermédiaire de default fund. Enfin, et pour être complet dans le cadre de notre waterfall process, le capital de la CCP en lui-même peut être utilisé en dernier ressort pour couvrir la défaillance. Nous avons donc un modèle très éprouvé de gestion de la défaillance, et le succès du produit dépendra aussi du degré de confiance des acteurs dans cette gestion.

Gilbert Ignard

La création de paniers, dans lesquels certains pays sont exclus, marginalise-t-elle des dettes d'État ?

Pierre Le Vezel

Le Repo tripartie n'exclut pas en soi de traiter contre telle ou telle dette. « Les paniers standard » sont complémentaires de divers instruments utilisés par le marché tels que les paniers « non-standards » ou le Repo bilatéral... Les « paniers standard » doivent cependant intégrer des titres suffisamment attractifs pour qu'il y ait un marché liquide et l'opportunité de « re-use ».

Jacques Vanhautère

La composition des baskets a été fixée avec les banques. La politique de gestion des baskets n'a pas pour finalité d'exclure telle ou telle dette d'État. En effet dans le cadre des

baskets support de la garantie de la CCP, il est à noter que le basket numéro 2, c'est-à-dire celui le plus large, comprend l'ensemble des titres éligibles à l'Eurosystème sans restriction de notation, puisque nous descendons jusqu'à du BBB- y compris pour la quatrième catégorie de liquidité.

À cet égard, il est important de noter la modalité de fonctionnement du CMS : le système commence par la plus mauvaise notation de la plus mauvaise catégorie et remonte au fur et à mesure du traitement en fonction de la disponibilité des titres sur le compte du collatéral giver. Ainsi pour le basket numéro 2 le système commencera par des titres de catégorie 4 en termes de gestion et de tirage sur la masse. La liste de l'Eurosystème s'arrête en théorie à BBB- plancher de notation pour les opérations de refinancement Banque Centrale, c'est ce plancher que nous appliquerons dans le cadre du fonctionnement de ce basket N° 2. Le basket N° 1, quant à lui s'arrête à AA- pour rester compatible avec les critères Bâle III. Il sera intéressant de voir quel est le basket le plus liquide ce qui donnera une indication également sur la gestion particulière des dettes par les opérateurs. ▼

Conclusion



Vivien Levy Garboua
Senior Advisor, **BNP Paribas**

Le nombre de participants à cette conférence constitue un événement en soi et témoigne de l'intérêt que suscite l'initiative qui nous est présentée aujourd'hui. Il nous faut bien sûr remercier les organisateurs de cette manifestation : l'AFTI, mais aussi la Banque de France, l'Association Française des trésoriers de banque (ACI France), la FBF, Euroclear et LCH.Clearnet, et le Comité de Normalisation Obligataire. Le nombre de ces sponsors est aussi révélateur de ce projet : il associe de multiples parties, régulateurs, banquiers, banquiers centraux, acteurs de place, tous ayant travaillé à l'unisson pour créer un produit nouveau, attendu et compétitif.

Ce nouveau produit est un encouragement pour la Place de Paris. Il nous montre, une fois de plus, que le dynamisme d'une place est d'abord le résultat des initiatives qu'elle prend, et des opérateurs qu'elle est capable de trouver pour mettre en œuvre ces initiatives. Dans notre cas, l'initiative doit beaucoup à Paris Europlace, qui a créé le Groupe d'Infrastructures de Place, présidé avec énergie par Robert Ophèle, et à l'AMF qui, à travers Édouard Vieillefond, a promu le travail dont nous entretenons le résultat aujourd'hui. Ceci vient après le projet de renforcement du marché obligataire parisien, tant primaire que secondaire, fortement soutenu par le Haut Comité de Place, et la création d'un système de compensation des CDS poussé par les banques françaises et pour lequel LCH.Clearnet a su prendre un

risque qui paraissait alors courageux, mais qui, vu d'aujourd'hui, paraît bien placé pour réussir brillamment.

Les initiatives doivent s'appuyer sur des opérateurs. À Paris, outre les grandes banques, ce sont toujours les mêmes : LCH.Clearnet SA, Euronext et Euroclear France. Deux d'entre eux sont au cœur de ce projet, et le troisième a accompagné le projet obligataire. Lorsque les projets sont intelligents et raisonnables, ils répondent présent, et l'intérêt de la collectivité rencontre leur intérêt privé. Évidemment, nous devons multiplier de tels opérateurs et les travaux du Pôle Finance Innovation de Paris Europlace visent précisément cet objectif.

Ce projet, par-delà sa grande technicité, est aussi révélateur de l'évolution en cours du « marché monétaire ». Il y a bien longtemps, dans les années 70, le marché monétaire était le lieu d'échange des excédents et des déficits de trésorerie des banques et des ENBAMM (entreprises non bancaires admises au marché monétaire). C'était un club où les sommes échangées étaient « marginales » et peu différentes des soldes qui résultaient des activités bancaires avec la clientèle, même si des courtiers étaient parfois utilisés pour masquer les positions des uns et des autres et permettre au passage au trésorier de la banque de faire des arbitrages rentables. La Banque Centrale intervenait alors en dernier recours, à travers le guichet de réescompte, pour solder les posi-

tions, au taux qu'elle choisissait en fonction de sa politique monétaire. Ce paysage s'est radicalement modifié à partir de la seconde moitié des années 80 et plus encore dans les années 90, avec un élargissement considérable de ce marché qui en a changé la nature. Avec le développement du marché des Repo, au marché interbancaire, « en blanc », s'est juxtaposé le marché des Repo avec des acteurs institutionnels, souvent excédentaires de cash, et qui étaient heureux de prêter leurs fonds contre des titres. Les gestionnaires d'actifs, les assureurs et hedge funds de toute sorte constituaient cette nouvelle classe de « fonds » issue de la désintermédiation du passif des banques.

Le « marché monétaire » est donc devenu un compartiment d'un marché beaucoup plus vaste, comprenant le marché des Repo, le marché interbancaire en blanc (sans collatéral) et le refinancement auprès de la Banque centrale, selon les modalités que celle-ci décide.

Ce « marché » a pris des proportions considérables, croissant beaucoup plus vite que le volume des crédits à la clientèle, débordant largement le champ des trésoriers de banque, puisqu'à ses marges les équipes de « fixed income » y étaient actives, avec comme collatéral des produits titrisés qui sont venus se surajouter au reste. Ce marché n'était plus seulement un marché de soldes mais avait sa propre dynamique et une autonomie forte par rapport à la seule activité de refinancement

Conclusion

des déficits des banques. C'est ce « marché », très rentable au début des années 2000 qui s'est gelé au mois d'août 2007. À partir de ce moment, les acteurs en cause ont cessé de se faire confiance, le crédit en blanc interbancaire s'est grippé, les fonds n'ont plus voulu prêter qu'à très court terme, la BCE a dû mettre en place des mesures de sauvetage, finissant par financer à guichet ouvert en décembre 2009, dans un rôle de prêteur de dernier recours bien nécessaire. Même si, en juin 2011, la situation s'est beaucoup normalisée, le traumatisme est toujours là, et la crise des papiers souverains nous montre la fragilité de l'équilibre actuel. Si nous ajoutons la révolution réglementaire en cours, l'accent mis sur de nouvelles contraintes de liquidité et le risque de réputation lié au recours à la Banque Centrale pour une banque commerciale, nous comprenons qu'un nouveau paysage soit en train de se dessiner pour le marché monétaire.

C'est là que nous retrouvons notre projet de Tri Party Repo (TPR). Vu dans la perspective qui est la nôtre ici, c'est l'un des éléments qui vont contribuer à la reconfiguration du marché monétaire dans les années à venir. Nous savons aujourd'hui plusieurs choses :

- Le marché monétaire tel qu'il existait précédemment (celui décrit très sommairement plus haut) est mort.

- La Banque Centrale souhaite, légitimement, retrouver son rôle de prêteur en dernier recours, et n'intervenir qu'à la marge dans le refinancement des banques. Celles-ci peuvent rester « en banque », mais de manière maîtrisée et qui permette à la Banque Centrale de sortir de l'épisode de Quantitative Easing.

- En même temps, il est indispensable d'organiser le marché du recyclage des excédents et des besoins de financement des banques.

- La crise nous a appris qu'un marché de crédits à terme, en blanc, résultant d'une relation de clientèle, est indispensable, faute de quoi on précipite les ventes d'actifs et on risque d'enclencher des effets systémiques.

- Les mécanismes de collatéralisation et le recours à des chambres de compensation vont devoir jouer un rôle important dans le nouveau dispositif.

- Ces dispositifs eux-mêmes vont évoluer dans les années à venir en Europe, avec l'avènement de CCBM2 pour la gestion du collatéral et T2S pour le règlement en monnaie banque centrale et la livraison des titres.

- La question de l'interopérabilité entre CCP et autres infrastructures risque de se poser, sans qu'on sache à l'heure actuelle ce qui sera acceptable et possible.

Nous savons qu'il y a une limite à la collatéralisation, qui est celle de permettre aux banques de conserver suffisamment d'actifs de bonne qualité pour « garantir » les dépôts de la clientèle, et que les chambres de compensation elles-mêmes vont devoir imposer des règles sévères, si elles veulent éviter d'être des dépôts de mauvais risques dont voudraient se débarrasser les banques et de devenir à leur tour le plus grand risque pour la stabilité du système financier.

Il subsiste donc beaucoup d'incertitudes et pas mal d'ambiguïtés sur le dispositif à mettre en place. Le TPR n'y échappe pas. L'anonymat peut être la meilleure ou la pire des choses ; le recours aux chambres doit respecter des règles qui en garantissent la prudence, le choix des collatéraux doit aussi être rigoureux, mais c'est le propre des innovations financières de receler à la fois des opportunités et des risques. Faisons en sorte que cette belle initiative sache gérer les seconds pour tirer parti des premières. ▼