

Paris Europlace

Produits Dérivés

Groupe de travail présidé par
M. Jean François LEPETIT

Sommaire

Groupe de travail	3
Synthèse du rapport	4
I. BESOINS DE LA GESTION	5
1. <i>Liquidité et transparence des prix</i>	5
2. <i>Valorisation des produits</i>	5
3. <i>Gestion du risque de contrepartie</i>	6
4. <i>Réduction des Coûts opérationnels</i>	6
II. BESOINS DES ENTREPRISES	7
III. BESOINS DU SELL SIDE	8
IV. PROPOSITIONS	9
1. <i>Standardisation</i>	9
2. <i>Infrastructures de post-marché et repository des contrats de dérivés</i>	10
3. <i>Repository comptable valorisé « référentiel global des positions dérivés »</i>	11
4. <i>Valorisation indépendante</i>	12
ANNEXES	13
1. <i>Référentiel Global des Positions Dérivés OTC</i>	14
2. <i>Agence d'Evaluation Indépendante</i>	20

Groupe de travail

Sébastien ARBOLA	GDF SUEZ	
Jean-François Boulier	Aviva Investors France	Président du Directoire
Sophie BOUVARD	Air France KLM	
Bertrand BREHIER	Société générale	Responsable juridique adjoint
Arnaud De BRESSON	Paris EUROPLACE	Délégué général
Pascal CHRISTORY	Axa IM	Head of Structured Management
Nicole EL KAROUI	Université Pierre et Marie Curie	Professeur des Universités
Arnaud FALLER	CPR AM	Directeur Gestion diversifiée
Florence FONTAN	BNP Paribas	Responsable Affaires Publiques
Nicolas FORT		
Yves GIMBERT	GDF SUEZ	Trésorier Groupe
Benoit GOURISSE	FBF ¹	Chargé de Mission
Frédéric HERVO	Banque de France	Directeur Adjoint, Systèmes de paiements
Christophe LEPITRE	Adl - Alternative Investments	Directeur général délégué
Edouard De		
LENCQUESAING	Paris EUROPLACE	Special Advisor
Vivien LEVY-GARBOUA	BNP Paribas	Conseiller du Président
Eric LITVACK	Société Générale CIB	Responsable Trading Warrants
Philippe MONGARS	Banque de France	Adjoint au directeur de la stabilité financière
Olivier MOTTE	Crédit Agricole CIB	Responsable des Affaires Publiques
Eric PAGNIEZ	AFG ²	Délégué Général Adjoint
Jérémie PELLET	BNP Paribas	Public and Regulatory Affairs
Gérard PFAUWADEL	X-PM Transition Partners	Associé
Vincent REMAY	Viel & Cie	Chairman Advisor
Philippe De SOUMAGNAT	Lyxor Asset Management	Secrétaire général / juridique
Xavier TESSIER	AMF ³	Directeur délégué
Jean TRICOU	FBF	Directeur
Stephane TYC	BNP Paribas	Head of Quant Research

¹ Fédération Bancaire Française

² Association Française de Gestion Financière

³ Autorité des Marchés

Synthèse du rapport

Le groupe de travail « Conditions de développement de la filière Dérivés Post-crise », présidé par Jean-François LEPETIT, se situe dans le cadre des 12 chantiers stratégiques conduits par la Place de Paris pour propositions au Haut Comité de Place (HCP).

Il est composé de représentants de banques, de la gestion, des émetteurs et de l'AMF. Il a pour objectif d'accompagner les réflexions des régulateurs européens et mondiaux (en particuliers US), et de définir les meilleures évolutions possibles pour tirer les leçons de la crise et répondre aux besoins des utilisateurs (gestion et corporates) : meilleure robustesse, transparence et facilité d'évaluation.

La filière dérivés, en particulier « actions », fait partie des filières stratégiques pour la place de Paris. Elle s'appuie sur un leadership reconnu sur les produits complexes répondant à des besoins concrets de la gestion et des corporates pour couvrir les risques financiers et/ou industriels et commerciaux et sur une expertise académique éprouvée en mathématiques financières quantitatives.

Dans le contexte de l'après crise, il s'agit de :

- renforcer l'attractivité de la place de Paris en assurant les conditions du maintien d'une activité de produits dérivés actions forte sur place,
- tirer les leçons en donnant plus de transparence aux produits complexes et plus de sécurité en termes de liquidité et de risques de contreparties,
- permettre aux régulateurs d'avoir une meilleure vision des risques et de leur concentration et de leur localisation en offrant des systèmes d'infrastructures permettant une meilleure transparence, traçabilité et robustesse à l'ensemble de la chaîne des opérations entre l'exécution des ordres, leur dénouement et la vie des contrats jusqu'à maturité,
- permettre au buy side et corporate de mieux suivre et évaluer leurs produits de couverture, et
- définir les conditions de renforcement et développement de cette filière à l'échelle de la compétition mondiale en prenant les initiatives adéquates, en particulier en matière de recherche financière afin de simplifier le suivi et la prise en compte des instruments complexes par les investisseurs

Les principales propositions sont :

- **Proposition 1** : soutenir les initiatives de marché tendant à améliorer les bonnes pratiques permettant de raccourcir les délais, en particulier pour le matching et l'usage des infrastructures de post-marché existantes ; créer et organiser un comité de coordination de l'évolution de ces infrastructures de post-marché .

- **Proposition 2** : mettre en place un système de référence pour tous les contrats de dérivés.

- **Proposition 3** : mettre en place des repositories de préférence par famille d'instruments, répartis en respectant un équilibre géographique à condition que **les règles d'accès des acteurs et /ou des superviseurs assurent un accès sans entrave aux données concernant les institutions et les émetteurs relevant de leur juridiction, pour assumer un contrôle direct pour les produits relevant de leur responsabilité, définie notamment en termes de zone monétaire. Celles-ci doivent se décliner au niveau mondial, au niveau européen dans le cadre de la directive EMIR et en droit national. En absence d'accords internationaux tels que décrits précédemment, l'alternative sera la création d'un ou plusieurs repositories européens, en sus de ceux résultat de la responsabilité européenne pour les produits libellés en euros.**

- **Proposition 4** : mise en place d'un repository comptable valorisé pour tous les dérivés. Ce principe devrait être pris en compte par CPSS/ IOSCO et en Europe dans la directive européenne EMIR.

- **Proposition 5** : étudier la faisabilité d'un processus de valorisation indépendant pour le buy side y compris les corporates et superviseurs, ayant accès aux données nécessaires en provenance en particulier des banques à l'origine des instrument concernés. Ceci doit contribuer à la réduction de la dissymétrie perçue entre buy et sell sides. Une pré analyse doit être lancée par le buy side et les superviseurs afin de proposer un business model et une gouvernance appropriée.

Les annexes décrivent en détail les projets concernant l'enrichissement des repositories par des données de valorisations des books et l'agence de valorisation indépendante pour les investisseurs.

I. BESOINS DE LA GESTION

Lorsque les sociétés de gestion interviennent pour le compte de leurs fonds sur les marchés de produits dérivés de gré à gré elles vont avoir plusieurs exigences/contraintes vis-à-vis de ces marchés et de leurs intervenants. Ces exigences sont liées soit à des contraintes réglementaires soit à des contraintes de liquidité de leur actif par rapport à celle de leur passif.

1. Liquidité et transparence des prix

Pour pouvoir intervenir dans de bonnes conditions il est nécessaire d'avoir accès à une liquidité (taille/fourchette de prix) suffisante quelles que soient les conditions de marché. L'organisation des marchés de gré à gré avec des contrepartistes (desks des banques) répond en général à ce besoin et permet d'avoir des prix sur de nombreux produits dérivés. Dans des conditions de marché agité, les fourchettes de cotation tendent à s'élargir pour répercuter l'accroissement du risque pris par le contrepartiste. Certains représentants de la gestion en France notent cependant que dans des conditions de marché extrêmes (septembre/novembre 2008), l'activité s'est concentrée sur quelques dérivés liquides et s'est asséché sur les autres.

Il est compréhensible que les diffusions de prix sur Bloomberg ne soient pas des prix fermes, il y a néanmoins eu souvent des excès pendant la crise avec des fourchettes très éloignées de la réalité des prix. Ces phénomènes tendent à démontrer l'intérêt des plateformes électroniques de négociation des produits dérivés, qui offrent à l'investisseur un panel de choix sur les produits dérivés les plus standards qu'il peut rechercher. La limite de ces outils réside dans la nécessaire adaptation de certains contrats dérivés aux besoins spécifiques du client. L'intérêt des produits dérivés de gré à gré réside justement dans cette capacité à fournir du « sur-mesure » pour les besoins des clients. Le renforcement de la transparence et de la sécurité sur ce type de transactions passe par une adaptation des mesures liées à l'obligation de compensation centrale et à l'uniformisation des pratiques en matière de collatéralisation bilatérale.

2. Valorisation des produits

C'est un point crucial et une importante contrainte des sociétés de gestion et de leurs valorisateurs. La liquidité des fonds, en particulier à valorisation journalière, nécessite une approche en « mark to market ». Toute autre approche de valorisation des actifs du portefeuille serait incohérente avec la structure de son passif.

En particulier depuis Décembre 2008 les sociétés de gestion sont encouragées à valoriser les positions de dérivés à partir d'une double source de valorisation. Les contreparties bancaires assurant en général pour tous les produits non standards un service « après-vente » de valorisation, il serait utile en complément de mettre à disposition un processus d'accès aux données de base et de valorisation indépendante des opérateurs de marché. D'ores et déjà, la récupération de prix par des sociétés spécialisées (Markit par exemple sur les dérivés de crédit) répond à cette problématique sur la plupart des produits dits standards. Néanmoins, l'utilisation de ces services est en général plus délicate lorsqu'il s'agit de produits non standards. La pratique a prouvé que le simple bon vouloir des contreparties bancaires était insuffisant et qu'il faudrait un principe de diffusion de prix et des paramètres détaillés qui soient en adéquation avec les contraintes de valorisation des fonds et la gestion des risques.

L'utilisation de modèles théoriques pour la valorisation ne doit être envisagée qu'en dernière extrémité car elle ne repose pas sur des critères de déboucement dans le marché des positions initiées.

Bien entendu, pour les métiers de la gestion et du buy side en général l'achat de produits complexes implique une compréhension et une organisation de la gestion des risques adéquate. Il n'en reste pas moins que cela est conditionné par l'accès, dans des conditions économiques raisonnables, aux données nécessaires.

3. Gestion du risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est apparu de manière flagrante l'année dernière. Une seule contrepartie majeure a fait défaut (Lehman) mais de nombreux établissements bancaires ont traversé des difficultés faisant craindre l'imminence de leur faillite (Bear Stearn,....).

Dans le cadre d'opérations de gré à gré il y a un déséquilibre dans la relation entre les fonds et les contreparties. En effet, dans la pratique les fonds (en particulier de droit français) ne collectent pas de collatéraux en cash car ils ne peuvent les rémunérer. Les banques qui agissent comme « collateral agent » appellent les fonds nécessaires pour couvrir les risques qu'elles appréhendent vis à vis d'une contrepartie. Ce processus est peu « lisible » par le buy side ce qui peut placer les fonds dans une situation très délicate et les obliger à liquider au plus mauvais moment des actifs pour répondre à ces augmentations de collatéraux.

D'ailleurs certains Prime Brokers ont pris l'initiative (avant la faillite de Lehman) de proposer des services dits "OTC Prime Brokerage" (interposition du bilan du Prime Broker entre un client et ses multiples contreparties) sur les opérations de gré à gré sur CDS clearing sur les opérations de gré à gré sur CDS (moyennant un coût par opération).

Une Chambre de compensation réduirait non seulement les risques de contrepartie pris par les fonds mais leur permettrait aussi de faciliter et d'optimiser leur gestion de collatéraux face à leur portefeuille de dérivés de crédit.

4. Réduction des Coûts opérationnels

Ceux-ci peuvent être très importants lorsqu'il s'agit de gérer des portefeuilles importants de produits de gré à gré avec de nombreuses banques comme contreparties :

- la gestion des collatéraux et des appels de marge
- la collecte des prix de valorisation auprès des contreparties ou des fournisseurs de données

- la gestion de la vie des contrats (paiement des échéances de CDS, soultes, ...)
- gestion des relations avec les contreparties (relation avec les credit officers et les risk managers des banques)
- règlement des litiges et collecte des confirmations

L'ensemble de ces tâches est très consommateur en ressources humaines et les erreurs peuvent coûter cher.

L'utilisation d'une chambre de compensation permettrait de réduire sensiblement les risques opérationnels et réduirait les coûts administratifs liés à ces opérations. En amont, pour les contrats non standardisés les trade repositories seraient une étape importante vers une certaine normalisation avec le développement de services pouvant avoir des effets bénéfiques en termes de coûts.

En conclusion, autant il est difficile de trancher sur l'intérêt d'un marché organisé centralisé vis-à-vis d'un marché de gré à gré en ce qui concerne la négociation, autant il est évident que les recommandations du G20 de Septembre 2009 de clearing des produits dérivés dits standards vont dans le bon sens en ce qui concerne la réduction des risques individuels et systémiques et l'optimisation des circuits opérationnels.

II. BESOINS DES ENTREPRISES

Les entreprises sont des utilisateurs importants des produits dérivés qui sont des instruments essentiels de couvertures de risques liés aux conséquences financières de projets industriels ou commerciaux. La nature des besoins de couverture varie significativement en fonction de la nature de l'actif couvert et de son processus de débouclage (commodities driven, livraison in fine...). En général il s'agit principalement de couvertures changes et taux ; les couvertures actions sont utilisées pour les stocks options, l'épargne salariale ou les risques sur les projets.

Certains risques peuvent être couverts par des combinaisons de produits standards, d'autres, concernant des opérations très spécifiques peuvent impliquer des montages sur mesure.

Pour les entreprises, la crise a été un véritable choc qui peut changer assez profondément les comportements. La dimension risque de contrepartie et le processus d'appel de marge deviennent clef. L'utilisation de tels instruments, principalement après la crise, est conditionnée par une extrême transparence des produits utilisés, un processus « crédible » afin que les directions générales d'une part et les auditeurs internes et externes d'autre part puissent comprendre et justifier dans le temps la pertinence de la couverture par rapport au risque. En l'absence du respect de ces conditions il est très probable que des produits complexes ne seront pas utilisés.

Ces conditions n'impliquent pas forcément la standardisation des produits eux-mêmes mais celle des process (termes du contrat, règlement – livraison, valorisation...). En ce qui concerne l'éligibilité des contrats aux CCP, à l'évidence le sujet reste sensible tant il peut avoir des répercussions sur d'une part la gestion des risques au niveau des CCP et sur la répartition du business (avec effet) sur les marges) entre les familles de contrats non standards et celles éligibles aux CCP. Cette dimension doit donc bien être prise en compte dans la gouvernance du processus d'éligibilité de ces contrats.

Les conditions de valorisation des contrats sont une contrainte essentielle qui implique de comprendre les modèles sous jacents et arriver à une sorte de prix officiel (les courbes de volatilité ne

sont pas suffisantes). Il est donc nécessaire d'avoir accès à des données de prix standardisées permettant des calculs internes opposables.

En ce qui concerne la collatéralisation via par exemple des CCP cela peut engendrer des contraintes techniques (back office) et financières pour les entreprises qui n'ont pas de liquidité ou lorsque les sous jacents ne sont pas financiers. Cependant, la crise a montré que la collatéralisation bilatérale aurait pu être en grande partie sous estimée. Il est donc nécessaire d'adopter une réglementation assez souple afin d'éviter la création de nouveaux risques obligeant les entreprises à emprunter pour financer les appels de marges : mécanisme « à la carte » pour les instruments standardisés et relations bilatérales en cas d'OTC.

III. BESOINS DU SELL SIDE

L'objectif reste la capacité d'offrir au marché des combinaisons d'instruments de couverture les plus proches des besoins bien compris des clients institutionnels ou entreprises et respectant les contraintes d'après vente intégrant les leçons de la crise. Dans cet esprit il s'agit non pas d'opposer les marchés OTC aux marchés organisés mais de trouver un équilibre "positif" entre ces modes d'organisation marché -instrument. Deux dimensions sont à prendre en compte :

- les instruments « liquidity driven ».
- et ceux dont la nature du risque sous-jacent implique une plus grande customisation et ou une moindre circulation (pas ou peu de marché secondaire).

Afin d'améliorer les best practices et la compréhension des processus par tous les acteurs il serait nécessaire, par nature d'instruments, de clarifier la définition des critères de liquidité nécessaire ou devenus inéluctables , le niveau de standardisation des contrats en cours ou envisageable (en intégrant les travaux en cours dans le cadre de l'ISDA), la nature des infrastructures envisagées (Trade matching, CCP, « Dépositaire », plateformes de négociations, agence de pricing...) et les contraintes en capitaux propres...

En ce qui concerne les produits sur mesure, il serait nécessaire de définir, au-delà du processus de valorisation, la manière de « sécuriser » les processus opérationnels de ces produits par l'utilisation de certaines infrastructures (trade matching, repositories...) qui, à l'évidence, ne changent pas la nature inhérente des instruments mais peuvent leur donner un meilleur niveau de transparence et à travers un risque opérationnel mieux maîtrisé et une meilleure robustesse d'ensemble.

La filière dérivés actions demeure un atout important de la Place de Paris. Elle continue à remplir une fonction essentielle pour les clients. Pour maintenir cet atout, ces produits étant sophistiqués, il est nécessaire de tirer les leçons de la crise et d'améliorer les conditions de transparence et de sécurité de ces instruments d'une part, comme vu ci-dessus, en améliorant la standardisation des processus mais aussi en renforçant les efforts de recherche déjà engagés à travers les diverses chaires de recherche lancées par la FBF et la fondation Europlace de Finance.

IV. PROPOSITIONS

1. Standardisation :

→ **Privilégier la standardisation des process et exiger la standardisation des produits dont les volumes et la maturité le justifient.**

Tout d'abord le groupe de travail reconnaît que les CCP (avec accès à la monnaie centrale) contribuent significativement au renforcement de la sécurité des marchés OTC. Une évolution vers les CCP, pour les contrats éligibles, doit être progressive. Il faut reconnaître que les CCP ne pouvant pas être une solution universelle, il faut mettre en place des processus complémentaires pour renforcer la sécurité et la transparence des produits non éligibles et/ou sur mesure.

Cependant cette évolution structurante peut ne pas avoir tous les effets attendus en terme de gestion des risques mais surtout en terme de réponse aux besoins de couverture de risque clients. Une première étape importante serait donc de privilégier la standardisation des processus (infrastructures de matching + repositories + CCP etc) et des mécanismes de transparence (par exemple dans l'évaluation des instruments).

A travers ces évolutions il s'agit entre autre de diminuer l'asymétrie entre le sell et buy side.

Les process à standardiser sont une combinaison d'étapes fonctionnelles, de pratiques de marché, de nature de contrats et de markets infrastructures. Une typologie de ces process a été rappelée : trade matching, collatéral, clearing, marché organisé, règlement-livraison.... Ce process est amplement défini par les associations professionnelles ad hoc (ISDA). **La dématérialisation des transactions doit donc s'amplifier et les délais des étapes principales (matching) se réduire et se normaliser.**

L'expérience montre que l'organisation de l'écosystème des infrastructures de marché dans le domaine des Dérivés est clef : typologie / fonctionnalités des infrastructures, réglementation / gouvernance, localisation, articulation entre les infrastructures (interopérabilité...). Souvent ces orientations sont prises, en réponse aux recommandations expresses des superviseurs, directement dans des structures professionnelles internationales (ICMA...) avec des représentants d'une partie des filières métiers concernées (front vs back...).

Il semble qu'au **niveau de la Place de Paris une certaine coordination des initiatives en cours et la définition d'une approche commune sont nécessaires. Un Comité ad hoc reste donc nécessaire**, composé de représentants des métiers fronts et securities services, avec des représentants des autorités de régulation. Entre autre ce comité devrait permettre de contribuer à définir les meilleures initiatives à prendre au niveau européen sachant que 2010 marquera une évolution importante dans le post-marché (SLD, EMIR....) il serait mis sous l'égide de la Banque de France en prolongement du comité que Paris Europlace avait constitué sous la présidence D.Brunel/ T Coste.

→ **Proposition 1 :**

- **soutenir et influencer les initiatives de marché tendant à améliorer les bonnes pratiques permettant de raccourcir les délais en particulier pour le matching et l'usage des infrastructures de post-marché existantes ou à créer ;**

- **organiser un comité de coordination de l'évolution de ces infrastructures de post-marché sous l'égide de la banque de France.**

Une condition opérationnelle essentielle pour sécuriser le transit des opérations dans la chaîne du process de bout en bout et en particulier entre participants aux contrats est la **définition d'une référence commune**. Cette condition est aussi nécessaire pour permettre aux régulateurs de suivre sans risque d'erreur les transactions et leur consolidation. Ce débat est déjà sur la table au niveau de la profession. Il est recommandé que les acteurs de la Place de Paris, sur la base de propositions concrètes (annexe) soutiennent, en appui des travaux de CESR et CPSS IOSCO en la matière, l'accélération d'une décision sur ce sujet.

→ **Proposition 2** : mettre en place un **système de référence** pour tous les contrats de dérivés

2. Infrastructures de post-marché et repository des contrats de dérivés

Avec l'exemple de Warehouse Trust (suscité fin 2006, par la FED), le repository de la DTCC pour les CDS, la crise a démontré l'utilité de cette fonction récente. Dans ce cas particulier, la repository permet aux parties de disposer d'une fonction d'enregistrement et de gestion des contrats (gold copy ou non). De manière générale, la fonction de base d'une « trade repository » est l'enregistrement et la conservation de données relatives à des transactions portant sur des produits dérivés négociés de gré à gré. Le trade repository devient une source d'informations et parfois la seule pour les régulateurs notamment dans le cadre de la surveillance systémique et la surveillance de marché. A la lumière de la crise, des réflexions sont en cours pour élargir les fonctions de ces TR et éventuellement faire converger les systèmes de surveillance des transactions avec ceux relatifs aux risques sur les « stocks » de contrats ainsi que les liens structurels entre les TR et les CCP. Le groupe de travail attire cependant l'attention sur les risques de confusion entre ces différentes fonctions et les risques opérationnels possibles à vouloir concevoir des systèmes aux fonctions multiples, trop complexes. Il est donc important de porter une attention particulière, en relation avec les professionnels de marché, à l'élaboration de l'évolution des cahiers des charges de ces infrastructures et à leur architecture d'ensemble afin d'optimiser leur « alimentation » par les marchés et leur bon fonctionnement en assurant une cohérence générale des fonctionnalités au niveau mondial. **Il est clair que ces infrastructures sont une condition du bon fonctionnement des marchés et donc de leur compétitivité. L'Europe en la matière doit donc garder la maîtrise, d'une manière ou d'une autre, de l'évolution du rôle et des fonctions de ces infrastructures.**

Le marché des dérivés est mondial. Une fragmentation des repository est à éviter à condition que les régulateurs aient accès sans entrave à l'information détenue dans les repositories hors de leur juridiction. Un équilibre géographique d'implantation des TR doit être recherché. Cet équilibre doit prendre directement en compte les responsabilités des régulateurs sur la bonne tenue et les risques du marché considéré, ce qui conduit à privilégier l'approche par zone monétaire.

Par ailleurs :

- il sera difficile de clairement distinguer l'appartenance d'un contrat dont les partis sont de régions différentes à l'une ou l'autre de ces régions.
- la majorité des acteurs sont globaux, leur surveillance impliquera un partage d'informations entre superviseurs de différents pays.

L'ISDA, à la demande des autorités de régulation (dont la Federal reserve de New-York et la Commission bancaire en France) a proposé une répartition des Trade Repository mondiaux par famille d'instruments. Les CDS sont alloués de facto à DTCC, les dérivés de taux viennent de l'être à Trioptima, les dérivés actions sont attribués au consortium DTCC-Markit. La place faite à la zone euro est manifestement insuffisante. L'usage des repositories étant nouveau, il est important que les régulateurs européens puissent préciser le plus rapidement possible les nouvelles fonctions éventuelles qu'il serait utile de développer, leur rôle structurel et la nature des données complémentaires nécessaires.

La gouvernance de ces infrastructures globales doit prendre en compte cette dimension internationale avec contraintes d'usages locaux ce qui doit être clairement assumé par les régulateurs locaux de ces TR pour le compte des autres superviseurs.

→ Une question essentielle concerne donc les **règles d'accès et la nature des informations (consolidées ou unitaires) transmissibles par le TR à tous les superviseurs ayant une responsabilité par rapport à un acteur de marché ayant des contrats dans le TR**. Ces principes devraient, au niveau européen, faire partie de la future directive européenne EMIR en coordination avec des principes équivalents en provenance de CPSS / IOSCO.

En ce qui concerne les données disponibles dans les TR, les régulateurs doivent préciser assez rapidement celles qui manquent par rapport aux pratiques courantes actuelles. En ce qui concerne les contreparties, le groupe de travail attire l'attention sur la problématique du secret bancaire qui peut jouer de différentes manières dans différentes juridictions.

L'Europe doit donc se doter des moyens pour faire en sorte que ces TR répondent à ses besoins, à la fois en actionnant les conventions internationales adéquates et en prenant les décisions nécessaires pour atteindre les résultats attendus d'elle sur sa zone de responsabilité.

- → **Proposition 3** : de mettre en place des repositories de préférence par famille d'instruments **et répartis en respectant un équilibre géographique à condition que les règles d'accès des acteurs et des superviseurs assurent un accès sans entrave aux données concernant les institutions et les émetteurs relevant de leur juridiction et que chaque autorité ait sous son contrôle les données pertinentes pour la responsabilité qu'elle assure ; notamment définies en termes de zone monétaire.. Celles-ci doivent se décliner au niveau mondial (via IOSCO et ou CPSS), au niveau européen dans le cadre de la directive EMIR et en droit national.**

→ **Proposition 3 bis** : un repository des dérivés actions en lien avec la Place de Paris. La filière dérivés actions est une des seules filières du domaine des dérivés dans laquelle les acteurs de la Place de Paris peuvent justifier un degré d'influence plus significatif. Le renforcement d'une filière « actions » à Paris aurait du sens pour l'industrie en s'appuyant sur une « chaîne » d'infrastructures : repository, CCP, CSD, Bourse. L'ISDA venant de décider cette localisation à Londres malgré les interventions des acteurs français, il faudra étudier comment rééquilibrer cette situation.

3. Repository comptable valorisé « référentiel global des positions dérivés »

Au-delà d'un repository « technique », le groupe de travail propose de développer une nouvelle fonction, un repository « systémique » contenant l'ensemble des positions valorisées par les acteurs de marché. Ce repository aurait pour fonction de donner aux régulateurs une vision systémique des encours tels que valorisés dans les books des acteurs. En particulier cela permettrait d'identifier les mismatch de valorisation entre les parties à un même contrat...Une note en annexe définit le contour

de cette proposition qui si elle est adoptée en France nécessitera une action déterminée pour obtenir l'adhésion internationale, condition sine qua non à sa mise en œuvre post trade.

→ **Proposition 4 : mise en place d'un repository comptable valorisé pour tous les dérivés, cet objectif devrait être pris en compte dans la directive européenne EMIR**

4. Valorisation indépendante

Pour le buy side et les corporates, une contrainte majeure sur ces instruments concerne les conditions de valorisation périodique de ces instruments et leur opposabilité aux diverses autorités (experts comptables...). D'une certaine manière les superviseurs sont dans une situation identique. Cette contrainte, exacerbée par les expériences de la crise et par l'asymétrie dans la maîtrise des instruments complexes, devient en fait une condition d'achat de produits complexes. En absence de processus simple et peu coûteux de valorisation le buy side serait contraint à n'utiliser que des produits standards. Cette question vient d'être clairement abordée aux US à partir d'une déposition au Senat Américain le 4 février 2010 concernant la création du National Institute of Finance au service des superviseurs américains, la base d'arguments est identique à ceux du buy side français.

Il apparait que la fourniture unilatérale des prix par les institutions ayant vendu les produits peut créer un biais nuisant à la restauration de la confiance dans ce type de produits. Par ailleurs pour les valorisateurs d'OPCVM, il y a déjà l'obligation d'obtenir une double source. La création d'une structure ou un process s'appuyant sur des solutions privées de valorisation indépendante pourrait donc en Europe renforcer le dispositif de transparence dans le temps autour des instruments complexes et conforter les corporates et investisseurs dans leur intérêt pour de tels produits. Un point critique pour cette fonction étant l'accès aux données de base nécessaires pour ces évaluations, il faudra trouver un moyen pour faciliter l'accès à ces données par cette ou ces structures.

Une étude de faisabilité devrait donc être lancée pour analyser les objectifs (périmètre du service minimum à rendre), le marché demandeur, les solutions existantes ou proches. Cette étude doit définir un business plan, une gouvernance (probablement user « governed ») et un processus de financement qui devrait reposer principalement sur les utilisateurs directs de ce service. Cette étape suivante sera reprise par le Comité des techniques de gestion de l'AFG en relation avec l'AFTE.

Les caractéristiques principales d'une solution de valorisation indépendante sont décrites en annexe

→ **Proposition 5 : étudier la faisabilité d'un processus de valorisation indépendant pour le buy side (y compris les corporates) et pour les superviseurs, ayant accès aux données nécessaires en provenance en particulier des banques à l'origine des instrument concernés.** Ceci doit contribuer à la réduction de la dissymétrie entre buy et sell sides. Une pré analyse doit être lancée par le buy side et les superviseurs afin de proposer un business model et une gouvernance appropriée.

ANNEXES

- a. Référentiel Global des Positions Dérivés OTC.
- b. Agence d'Evaluation Indépendante.

ANNEXE 1

Référentiel globale des positions sur les dérivés OTC

Proposition de mise en place

Introduction

Depuis l'été 2007, nous traversons la plus forte crise financière depuis la Grande Dépression. Cette crise s'est manifestée par la faillite de Lehman, l'effondrement d'AIG et une intervention sans précédent des banques centrales et des gouvernements pour maintenir en vie les principaux intervenants financiers à travers le monde. Alors que la crise a été déclenchée par l'éclatement de la bulle immobilière accompagnée de l'utilisation à outrance de produits de titrisation aux Etats-Unis, le sauvetage d'AIG a démontré que les dérivés OTC et en particulier les dérivés de crédit posaient un risque systémique sur la stabilité financière mondiale. On assiste donc aujourd'hui à une réflexion globale sur les dérivés OTC dont l'objectif est d'éliminer le risque systémique.

Les marchés OTC se sont fortement développés depuis les 10 dernières années à la fois sur le change, les taux, les actions et sur le crédit bien qu'à des rythmes différents. Les intervenants sont principalement des banques et des institutions financières. Etant donné la flexibilité qu'ils offrent, les marchés OTC sont un endroit adapté pour le développement de l'innovation financière. On peut citer les dividendes swaps comme un exemple récent de nouveau produit sur les dérivés actions. La crise a cependant mise en exergue un manque majeur de transparence. Par nature, ces dérivés OTC ne sont pas traités sur un marché organisé. Les informations sur les volumes et les prix traités sont donc difficiles à obtenir. Une des conséquences de la faillite de Lehman a justement été d'introduire énormément d'incertitudes sur la stabilité du système et entraîner une chute soudaine de la liquidité puisque chaque intervenant n'avait l'information que sur ses propres positions face à Lehman et aucun n'avait de vision globale des encours de l'ensemble des participants.

Une des clés pour l'amélioration de la stabilité financière est d'augmenter la transparence du marché des dérivés. Cela passe nécessairement par une amélioration des infrastructures. Il existe déjà de nombreuses bases de données (Markitwire, DTCC, Swaps, ISDA, BIS...) mais elles sont avant tout la réponse à un besoin de plus de standardisation par le marché plutôt qu'un outil conçu pour permettre aux régulateurs de suivre l'activité sur les produits OTCs. Typiquement, les outils existants facilitent la gestion post-trade des transactions au niveau des confirmations, du calcul des paiements et de la gestion de divers événements tout au long de la vie de la transaction. Nous proposons de créer un référentiel central de reporting des positions sur tous les dérivés OTC sur lequel les régulateurs pourront s'appuyer pour suivre l'évolution des marchés en terme de produits, acteurs et positions. Cet outil leur permettra de visualiser les positions de chaque contrepartie dont ils ont la tutelle ainsi que de générer des matrices de risque.

1. Mise en place d'un référencement unique

A partir du moment où l'on veut avoir un meilleur suivi de l'activité sur les produits OTC, il faut être capable d'identifier les transactions. Nous proposons comme première étape d'implémenter un référencement unique des positions sur les dérivés et de le rendre obligatoire pour toutes

transactions OTC. Cet identifiant unique est partagé par les 2 contreparties et suivra la transaction tout au long de sa vie. A chaque nouvelle transaction, une des contreparties fournira un identifiant unique qui servira pour les 2 contreparties de l'opération.

Un des principaux avantages à avoir un référencement unique est qu'il permet de suivre un produit à travers une multiplicité de systèmes différents tout au long de la chaîne de standardisation. Dans un premier temps, la transparence du marché est améliorée. Ensuite, ce référencement permet de faciliter les réconciliations, d'améliorer l'efficacité des systèmes de gestion du collatéral, des paiements et des transferts de titres.

D'un point de vue pratique, il existe déjà des solutions informatiques telles que le UUID (Universally Unique Identifier) / GUID (Globally Unique Identifier) qui sont disponibles sous Linux et Microsoft et qui permettent de générer des références dont l'unicité est garantie. Ce sont des solutions simples et bilatérales ne nécessitant aucun investissement central.

2. Informations sur les positions

Pour que les résultats soient représentatifs de l'ensemble du marché, il faut que le référentiel de reporting récolte des informations sur tous les produits, c'est-à-dire sur les produits « vanilles » (ex : option, variance, equity swap...) mais aussi sur les produits non standardisés (ex : produits structurés). A partir du moment où l'on souhaite consolider les données sur une grande variété de produits OTC, on ne peut plus raisonner en terme de nominal car cette notion n'est pas la même et donc pas comparable selon les produits. Il faut raisonner sur les valeurs comptables des produits tels qu'ils sont réévalués par chacune des contreparties pour avoir une mesure homogène entre tous les actifs (actions, taux, change et crédit). On peut considérer que ces chiffres sont un bon proxy de la taille du marché car ils représentent à tout moment les montants à échanger entre les différentes contreparties.

Afin de pouvoir analyser les positions et de mesurer le risque systémique, nous considérons qu'il faut se concentrer sur quelques données clés. Sur chaque position, il s'agit des données indispensables suivantes auxquelles il faudrait ajouter les données nécessaires aux superviseurs comme par exemple date et heure de la transaction, type...:

- Un code unique UUID.
- Un identifiant de la contrepartie.
- La valeur comptable de la position.
- Le type de valorisation (mark-to-market, historique...).
- La provenance de la valorisation (interne, externe indépendante, externe contrepartie).
- L'appartenance à un contrat de collatéral.

Avec ces informations simples, un régulateur sera capable entre autres de:

- Mesurer la répartition et son évolution des transactions par contrepartie et donc le risque de concentration des risques.
- Calculer le pourcentage des transactions collatéralisées ou non.
- Identifier les contreparties qui sont capables de valoriser les produits, de celles qui sont dépendantes d'un calculateur externe et de celles qui sont dépendantes de la valorisation fournie par leur contrepartie.
- Générer des stress scénarios :
 - o En régressant les variations des valorisations sur des facteurs globaux (niveaux des indices boursiers, des taux, des spreads de crédits...) et donc sans avoir besoin de connaître les caractéristiques précises des positions
 - o En étudiant l'impact de la disparition d'une contrepartie

A un autre niveau, on peut aussi ajouter des informations sur les types de produits soit en faisant une répartition en deux groupes (produits vanilles / produits complexes) ou plus détaillée en adoptant une nomenclature proche de celles proposée par FpML.org ou utilisé par BIS. Ces informations permettront de fournir des données sur les volumes et la répartition des produits traités qui peuvent être utile pour mieux comprendre ce qui se passe sur les marchés OTC mais qui ne sont pas indispensable pour quantifier les risques associés aux positions sur les dérivés.

A titre d'exemple, la catégorisation selon BIS se décline selon la manière suivante :

- Forex : forward, foreign exchange swap, currency swap, currency option, currency swaption, currency warrant
- Taux d'intérêts: FRA, swap de taux, option de taux, cap, floor, collar, corridor, swaption, warrant
- Actions et indices : forward, swap, option, warrant
- Matières premières : forward, swap, option
- Dérivés de crédit : forward, cds, total return swap, option sur spread

3. Etendue des intervenants

Ici aussi, il s'agit de couvrir le plus grand nombre de participants afin d'avoir une vision exacte du marché. Comme le font déjà différents organismes comme la CFTC aux Etats-Unis sur les positions sur futures sur le pétrole, il est intéressant de pouvoir distinguer les professionnels des non professionnels. Sur les matières premières, cette information permet par exemple de suivre les flux des producteurs qui se couvrent ou qui débouclent leurs positions.

On peut imaginer un découpage similaire à celui suivi par BIS. Cela nous permet de définir un gradient parmi les intervenants allant des institutions sophistiquées avec des activités de marchés développées aux entités qui utilisent les produits dérivés pour couvrir leur revenu sur leur activité principal :

- Groupe A - Dealers : ce sont les banques et les hedges funds qui interviennent directement sur le marché interbancaire.
- Groupe B - Autres institutions financières : Ce sont des institutions comme les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, des banques, des fonds qui traitent des produits dérivés simples ou complexes pour leur compte ou le compte de tiers mais n'interviennent pas directement sur les marchés interbancaires.
- Groupe C - Institutions non financières : Ce sont principalement les corporates qui traitent des transactions de couverture.
- Groupe D – autres : particuliers, family office,

Certains clients, typiquement des corporates qui traitent des produits OTC n'ont pas l'infrastructure nécessaire pour rapporter des positions à dates régulières. Ainsi, le risque existe que les transactions entre deux corporates ne soient pas rapportées même si l'on s'attend à avoir au moins une des 2 contreparties qui sera en mesure de contribuer l'information dans le référentiel.

En terme d'identifiant, il n'existe pas de codification universelle pour tous les différents type de contrepartie. Pour les banques, le code BIC est largement utilisé. Pour les autres intervenants, il n'y a pas de standard. Dans le cadre du texte législatif européen, il est possible qu'une contribution soit demandée à l'ESMA dans ce domaine.

4. Fréquence des publications

Etant donné l'étendue des intervenants, on ne peut pas s'attendre à ce que toutes les contreparties soient capables de mettre à jour ces informations de manière quotidienne. Pour les « dealers », ce doit être une obligation (par définition pour rentrer dans la catégorie dealer il faut le faire quotidiennement et avoir une valorisation interne). Pour les institutions non financières, une fréquence trimestrielle ou en ligne avec leurs arrêtés comptables est probablement plus réaliste. Ce décalage entre les fréquences de mise à jour des données n'est pas nécessairement gênant car en pratique on constate que les « dealers » sont la contrepartie des institutions non financières. Grâce à la codification unique des positions, on aura donc un côté de la transaction mise à jour quotidiennement et l'autre moins fréquemment.

5. Confidentialité de l'information

Mise à part l'accès par les régulateurs, le but n'est pas de donner un accès libre aux informations contribuées dans le référentiel. Les intervenants sont les propriétaires des informations stockées dans le référentiel de reporting. On peut imaginer un accès à différents niveaux de granularité.

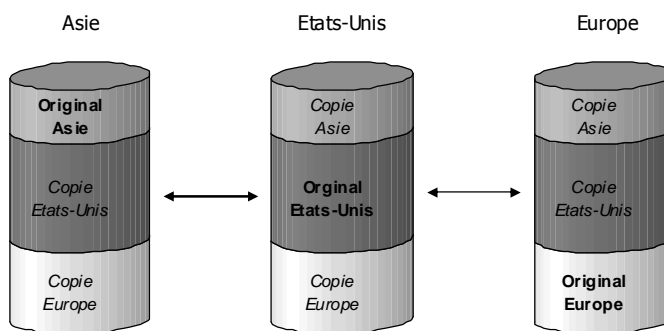
- D'un côté, les régulateurs auront accès à toutes les informations des entités qu'ils régulent afin de pouvoir analyser les encours en terme de produits, de type de clients et de contreparties. Au niveau international, une meilleure coopération entre les régulateurs est en cours pour faciliter la mise en place de règles de partage des données. Cet accès pourrait être facilité si elle était déjà prise en compte dans la documentation juridique des contrat au profit des superviseurs pertinents.
- De l'autre, un rapport consolidé indiquant la position agrégée en valeur absolue de chacune des 3 catégories de clients donnera une vision synthétique de la position des principaux types d'acteur. Cette information pourra être en accès libre et publiée régulièrement avec un délai.

Cette approche est semblable au fonctionnement adopté par DTCC pour les CDS. Sur leur site, ils publient des rapports hebdomadaires des positions agrégées sur les CDS. Les données par contrepartie sont accessibles par les régulateurs mais seulement sur les entités qu'ils régulent.

6. Organisation

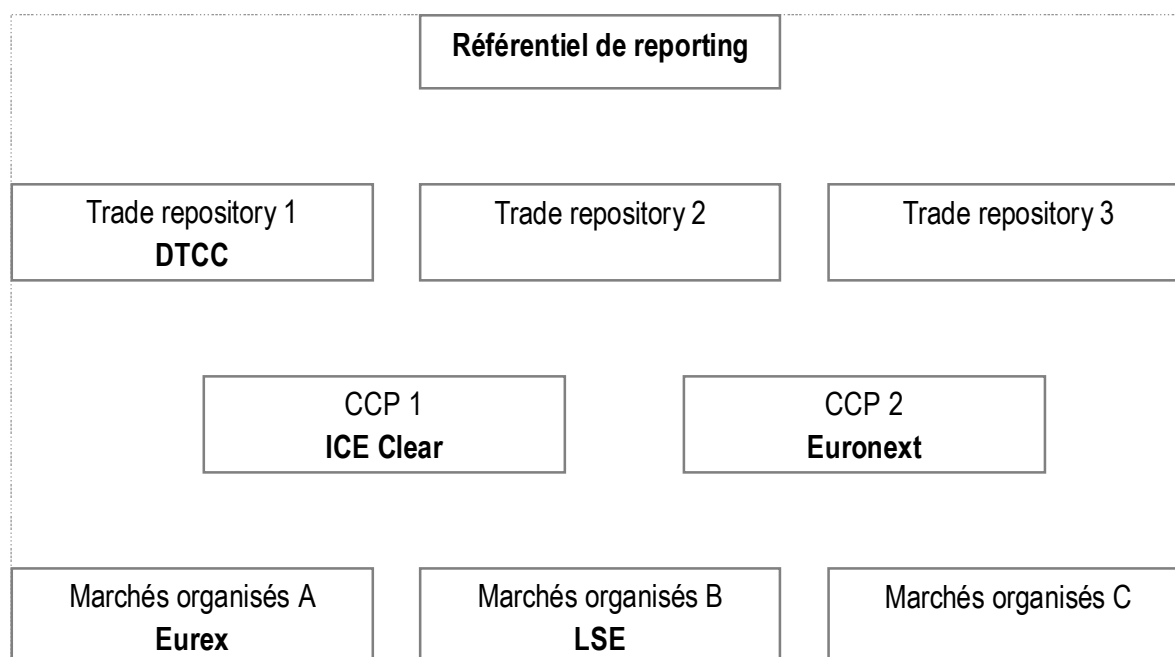
Cette initiative d'un référentiel central de reporting ne peut fonctionner qu'à partir du moment où il contient tous les produits, c'est-à-dire à partir du moment où il n'y a qu'une seule base. Pour des raisons pratiques, nous proposons une configuration où la même base est répliquée en continu sur plusieurs sites: Etats-Unis, Europe, Asie. Les intervenants européens alimenteront la base située en Europe, les intervenants américains celle aux Etats-Unis et ainsi de suite. En parallèle, les nouvelles positions de chacun des intervenants dans les 3 régions seront automatiquement répliquées sur les autres sites afin que tous les sites aient la même information. Dans chaque pays, le régulateur aura accès aux données des entités qu'il régule.

Schéma envisagé :



Comme mentionné initialement, ce référentiel a pour but de permettre aux régulateurs et/ou à d'autres autorités de gouvernance des marchés financiers de mesurer, entre autres, les risques induits par les positions sur les produits dérivés OTC ou encore de veiller au bon fonctionnement du marché. Les référentiels existants ont avant tout comme objectif de faciliter la gestion post-trade des opérations. Sur les dérivés de crédit, DTCC est très présent. Sur les taux, c'est plutôt SwapsWire. En parallèle, plusieurs CCPs sont en train de se mettre en place aux Etats-Unis et en Europe. On s'oriente vers une infrastructure où les informations sur les transactions seront logées dans des systèmes différents, idéalement spécialisés par classe de produits. Cette initiative peut donc s'insérer au sein de ces systèmes déjà existants ou en cours de lancement mais se pose alors le problème de l'agrégation compliquée des données stockées dans différents endroits et sur différentes classes de produits (crédit, taux, change et actions). Il semble préférable de s'orienter vers une solution dédiée dans laquelle est stockée toute transaction OTC.

Positionnement envisagé :



1.1 **Résumé des propositions**

1. Toute nouvelle transaction OTC doit être référencée par un code unique.
2. L'ensemble des transactions doit être envoyé dans un référentiel à fréquence régulière.
3. Le référentiel de reporting est régulé.
4. L'objectif du référentiel de reporting est de permettre aux régulateurs de mesurer les encours des intervenants sur les dérivés OTC, de pouvoir faire des analyses du risque systémique et de veiller au bon fonctionnement des marchés.
5. Les intervenants doivent contribuer une série de données indispensables dont :
 - Un code unique UUID.
 - Un identifiant de la contrepartie.
 - La valeur comptable de la position.
 - Le type de valorisation (mark-to-market, historique...).
 - La provenance de la valorisation (interne, externe indépendante, externe contrepartie).
 - L'appartenance à un contrat de collatéral.

Selon le type d'intervenant, les données pourront être contribuées à des fréquences différentes. Un dealer aura l'obligation d'actualiser ses positions quotidiennement. D'autres contreparties le feront à fréquence moins forte selon leur capacité.

En plus de données indispensables, d'autres informations pourront être rajoutées.

6. Les intervenants sont propriétaires des informations stockées dans le référentiel. L'entité qui les régule a accès à toutes les informations. Pour les autres, les intervenants auront le choix de fournir ou non l'accès.

ANNEXE 2

Agence d'Evaluation des Produits Dérivés

Note de Propositions

1. Le besoin

La période récente a montré l'importance de faire évoluer l'organisation des marchés financiers vers davantage de transparence et davantage de sécurité en termes de risque de marché d'une part et de contrepartie comme de risque opérationnel. Cette tendance lourde trouve notamment sa déclinaison pratique dans le renforcement en cours du rôle des CCP et d'autre part la création des Trade Repositories qui joueront un rôle important en termes de source d'informations.

Les acteurs de la place de Paris insistent par ailleurs sur une normalisation des processus par opposition à la normalisation totale des produits : les besoins spécifiques ne pourront pas tous être remplis par des produits normalisés et compensables, et il faut donc améliorer aussi l'organisation globale des transactions qui ont vocation à rester OTC.

La mise en place des « repository », ou des initiatives telles la création d'un référentiel unique sur les dérivés vont dans ce sens.

Ce qui fait la transparence et l'efficacité d'un marché **c'est aussi le partage équilibré entre les différents participants (acheteurs, vendeurs, régulateurs, ...) d'informations sur l'équilibre du marché à savoir la disponibilité de données fiables et régulières sur les prix pratiqués, et les volumes échangés, ainsi que des analyses indépendantes sur la valeur des produits traités.** Là encore pour les produits compensés les CCP constituent une source d'information incontournable mais cependant fragmentée et incomplète. Pour les produits OTC, la normalisation des processus doit aussi permettre une organisation adéquate de la transparence du marché.

La mise en place d'une **Agence d'Evaluation des Produits Dérivés** répond essentiellement à deux besoins basiques exprimés par l'ensemble des participants non « market makers » du groupe de travail :

1. avoir accès dans de bonnes conditions de coût et de simplicité aux prix et aux volumes traités dans le marché sur les produits OTC simples à l'instar de ce qui est rendu disponible pour tous *par la réglementation* sur les marchés réglementés
2. Avoir accès dans de bonnes conditions de coût, de pertinence, de pérennité et d'indépendance à un service de valorisation des produits complexes suffisamment officiel pour être acceptable *par les auditeurs* et les régulateurs .

L'offre existante ne remplit pas ces deux besoins :

Pour les produits simples, l'information disponible est soit chère, soit éclatée (on peut se connecter à chacun des échanges mais cela est très complexe, pas de retraitements de type nappes de volatilité), soit difficilement accessible aux investisseurs (cours et volume des CDS, swaptions, ...)

- Pour les produits complexes la situation est plus difficile, l'information est très chère (typiquement 1000 E + pour la revalorisation une fois d'un seul pay off) et largement réservée aux market makers. Aucune information utilisable n'est disponible sur les volumes traités, ni sur les paramètres essentiels de valorisation (corrélation, courbes de volatilité). Il s'agit pourtant souvent de produits dits « liquides » au sens des règles comptables et prudentielles.

- De fait ni les utilisateurs finaux, ni leurs auditeurs, ni les régulateurs ne peuvent à de rares exceptions près disposer du cadre nécessaire et suffisant pour suivre facilement les valeurs et les risques sur les produits OTC complexes.

2. Les réponses possibles

Dès lors trois voies paraissent possibles :

- (i) interdire ou pénaliser lourdement les produits complexes
- (ii) améliorer le fonctionnement des structures actuelles d'un marché OTC dominé par les market makers vers plus de transparence
- (iii) créer une fonction nouvelle au service des clients (investisseurs, emprunteurs, ...) et des régulateurs

Le premier point peut être imposé par le régulateur mais serait une sorte de constat d'échec pour les acteurs de marché.

Le second point, « amélioration de l'autorégulation », passe par une ouverture à la fois fonctionnelle (diffusion de prix et de volumes) et en terme de gouvernance des émanations des market makers que sont des entreprises comme Mark it / Totem / Swapswire ou ISDA qui ont dans certains cas toutes les compétences et tous les accès pour rendre le service souhaité.

Ceci paraît néanmoins difficile à organiser en particulier sur la gouvernance.

La troisième voie caractérisée par la création d'une structure d'Evaluation des Produits Dérivés « régulation publique / privée » **suscite beaucoup d'interrogations** :

- ne vaut il pas mieux capitaliser de façon pragmatique (i) sur les données que les CCP vont progressivement fournir en abondance pour les produits simples et (ii) sur la compétence de structures plus petites spécialisées sur des segments de marchés complexes comme Pricing Partners en France ou LPA en Allemagne ?
- quels seraient les contours, les moyens d'action et la gouvernance de l'Agence ? Ne va-t-on pas créer une nouvelle structure bureaucratique, inefficace et en déficit perpétuel ?
- qui va financer une collecte et une analyse des données de marché semi officielle nécessitant une sécurité élevée ?

Sur le premier point, il est clair que les questions de positionnement doit permettre l'entité à créer :

- de collecter de façon centralisée les données nécessaires,
- de constituer sur les différents segments de marchés dérivés une source crédible de données retraitées

Cela nécessite une surface financière, une visibilité et une pérennité spécifique.

De même la **gouvernance d'une telle entité doit être neutre**, refléter les services fournis au « buy side » et aux régulateurs, et n'être influencée ni par les banques, ni par une stratégie actionnariale de cession de valorisation ou de cotation en bourse Et par ailleurs une telle structure a vocation à sous traiter sous un contrôle étroit aux structures spécialisées plutôt qu'à tout refaire elle même.

Le second point « set up et business plan de l'agence » nécessite une déclinaison opérationnelle et une évaluation précise des fonctions au delà des besoins généraux rappelés en introduction.

Des chiffres de 10 ME / an et de 70 personnes ont été simplement évoqués par analogie à la taille de quelques structures spécialisées existantes. Ils ne sauraient constituer un ordre de grandeur fiable tant que la phase d'évaluation n'est pas menée.

Enfin le statut - dans l'esprit un GIE bénéficiant d'une DSP et soumis à la tutelle des régulateurs - doit être étudié avec soin en particulier dans un nécessaire contexte d'européanisation du projet.

3. Une étude de faisabilité nécessaire

Le groupe de travail s'accorde ainsi à présenter en conclusion de ses travaux :

- (i) le principe de création d'une structure d'Evaluation de Produits Dérivés répondant aux besoins mentionnés supra
- (ii) la nécessité de trouver un financement ad hoc (50 à 100 kE) en vue de mener une étude de faisabilité délimitant précisément les missions de l'agence, ses moyens, son statut, sa gouvernance, sa supervision et son budget⁴. D'évaluer aussi son impact sur la place de Paris (recherche, formation, réputation, emploi, ...) et sur le pôle de compétitivité et ainsi sur les capacités de co-financement avec l'Etat.

4. Conclusion

Il n'est pas déplacé de dire que la crise financière a été aggravée par la compréhension trop faible ou trop lointaine des modes pratiques de fonctionnement des marchés complexes par tous les acteurs concernés – y compris par les banques elles-mêmes – en dehors des salles de marché.

Remédier à cette réalité peu satisfaisante passe simplement par la mise en place d'un recours, d'un contre-pouvoir au service de ces acteurs disposant des mêmes outils, des mêmes compétences, d'un même accès aux données, et de la même surface que les banques de marché. C'est le principe de l'AEPD. C'est également l'idée qui s'est développée plus récemment aux Etats Unis de créer un National Institute of Finance (NIF) aux fonctionnalités très proches.

⁴ La société Hiram Finance se propose dans ce cadre de contribuer gracieusement sur les aspects techniques.



39-41 rue Cambon - 75039 Paris cedex 01
Tél. : +33 1 49 27 11 14
Fax : +33 1 49 27 11 06
www.paris-europlace.net