AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# 11ème journée des RCCI et RCSI

Mardi 15 mars 2011 – Palais des Congrès

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# Atelier technique :
# Point sur les travaux européens concernant le post-marché

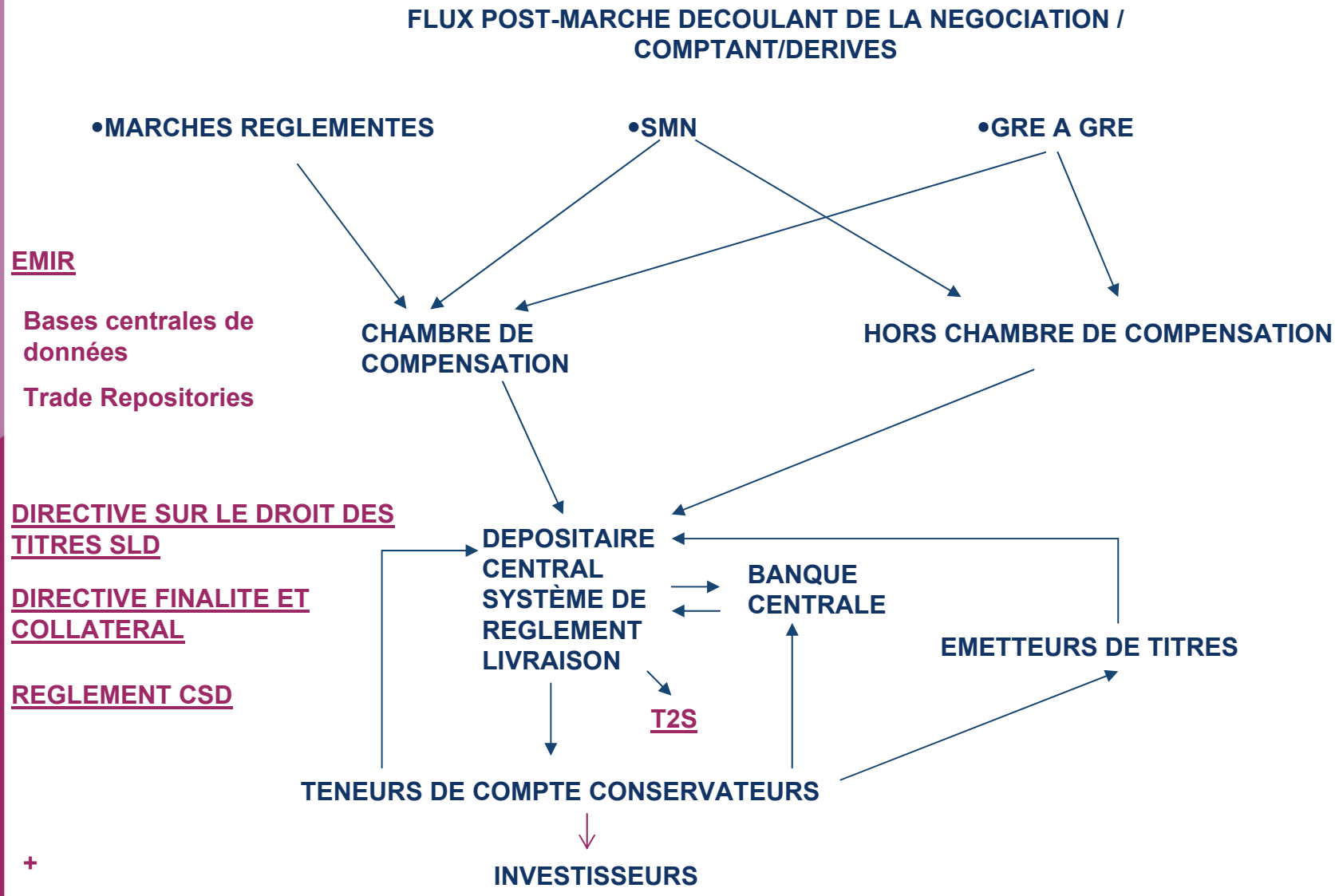
AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# Présentation introductive

**Michel Karlin**, responsable du département
des infrastructures de marché et de
la tenue de compte, AMF

# Le champ couvert par l'atelier



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# 11ème journée des RCCI et RCSI

Mardi 15 mars 2011 – Palais des Congrès

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# Point sur les travaux européens concernant le post marché et le règlement *EMIR*

**Jean-Jacques Barbéris**,
Direction Générale du Trésor

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# Agenda

*Une nouvelle régulation européenne du post-marché*

*Le règlement européen sur les marchés dérivés de gré à gré et les infrastructures de marché*

# Comment le post-marché est-il devenu un sujet de droit européen ?

- En dehors des systèmes de paiement, le « post-marché » est demeuré longtemps un **sujet de droit national** (27 CSD, 16 CCPs actives en Europe…), avec des travaux d'harmonisation principalement à l'initiative de l'industrie et sans ambition législative – Code de Conduite
- L'essentiel de l'effort de convergence réglementaire a porté en Europe sur la négociation dans le **cadre de la MIF**
- La **convergence réglementaire européenne du post-marché** se fondait donc principalement sur des standards internationaux CPSS/IOSCO non contraignants
- **Pourquoi** la situation a-t-elle changé depuis trois ans ?
  - Des **évolutions industrielles**, et notamment le développement du gré à gré qui a conduit à remettre en cause le primat accordé au trading à l'agenda législatif
  - Le **morcellement** des infrastructures de post-marché en Europe : risques liés à l'absence d'harmonisation et coûts pour les opérateurs
  - **L'expérience de la crise** : matérialisation des risques au niveau du post-marché d'une part et concentration des risques sur les marchés dérivés de gré à gré d'autre part
  - Le **nouvel intérêt pour ce segment de marché de grands groupes industriels** dans un contexte de concurrence accrue entre places financières européennes
  - **Le constat politique de « trous » dans le paysage réglementaire** et la volonté propre de Michel Barnier

# Quel agenda européen aujourd'hui ?

- Dès **l'ECOFIN de décembre 2009**, plusieurs priorités politiques affichées…
  - La **mise en œuvre des engagements du G20 de Pittsburg** sur les marchés de dérivés et les infrastructures de compensation et de transparence
  - L'harmonisation du **droit des titres**
- … qui ont pu être relayées par des **initiatives politiques ponctuelles** (lettre du Président de la République et de la Chancelière allemande de juin 2010 : harmonisation du cycle de règlement-livraison)
- Ce qui est **aujourd'hui <u>sur la table</u>**
  - Le règlement **EMIR** : compensation et reporting post-trade pour les dérivés de gré à gré - adoption 2011
  - Le règlement sur les dépositaires centraux de titres (**CSDs**) et la discipline du cycle de règlement-livraison – dépôt d'une proposition 1er semestre 2011
  - La directive sur le droit des titres (**SLD**), fille de la négociation internationale d'UNDIDROIT – dépôt d'une proposition 1er semestre 2011
- Dans le contexte d'**un agenda européen par ailleurs très fourni sur les services financiers** (révision MIF, MAD, paquet résolution, harmonisation des sanctions)
- Trois tendances fortes dans tous ces projets
  - Le **privilège donné à l'harmonisation maximale** (règlements ; AEMF)
  - Un **fort enjeu de convergence réglementaire internationale** post G20
  - Une coordination avec la supervision et les règles fixées par les **Banques centrales**

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# *Une nouvelle régulation européenne du post-marché*

## *Le règlement européen sur les marchés dérivés de gré à gré et les infrastructures de marché*

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

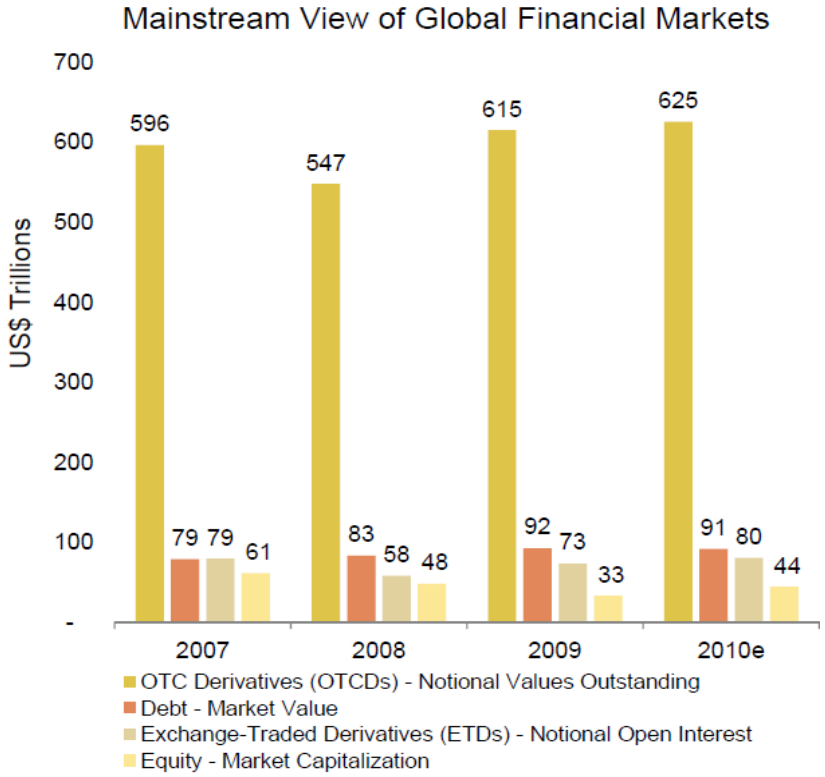
AMF

*Une nouvelle régulation européenne du post-marché*

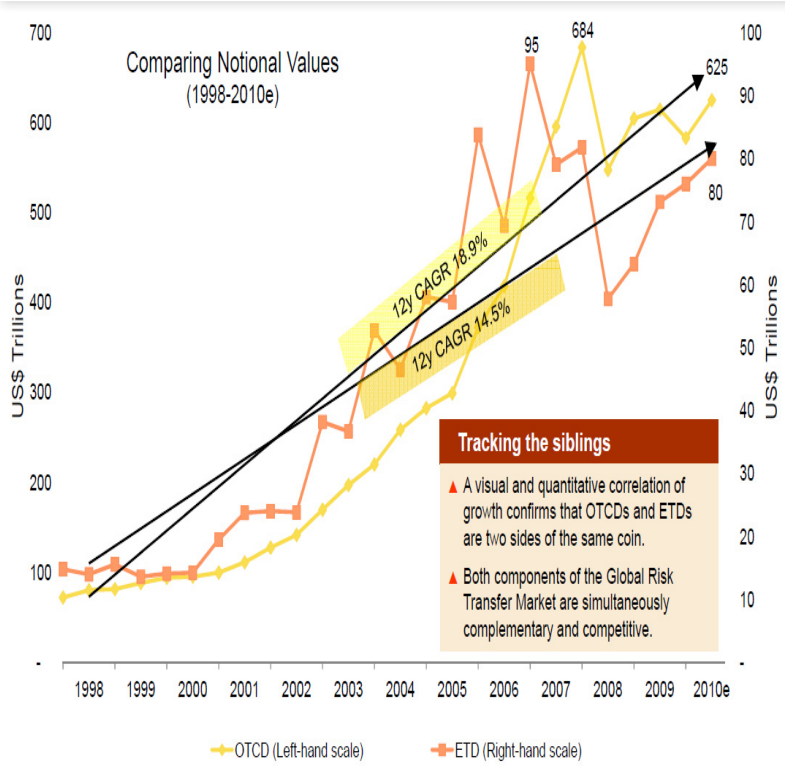
# *Le règlement européen sur les marchés dérivés de gré à gré et les infrastructures de marché*

# A l'origine d'EMIR: les plus grands marchés du monde (i)…

- Les dérivés de gré à gré sont des **instruments financiers, à l'origine développés à fins de couverture,** dont le prix « dérive » d'un actif sous-jacent…
- … et qui ont connu une **croissance phénoménale** dans la dernière décennie pour atteindre **625 000 Mds$ de stocks en valeur notionnelle en 2010** (contre 80 000Mds$ pour les dérivés échangés sur des plates-formes organisées)




Source: BIS, WFE, TABB Group



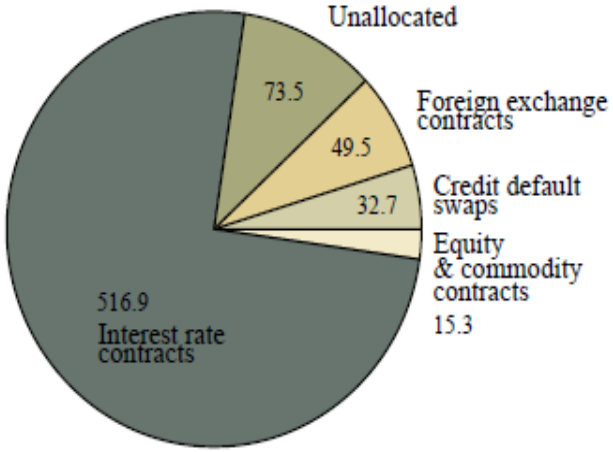

Source: BIS, WFE, TABB Group

AMF

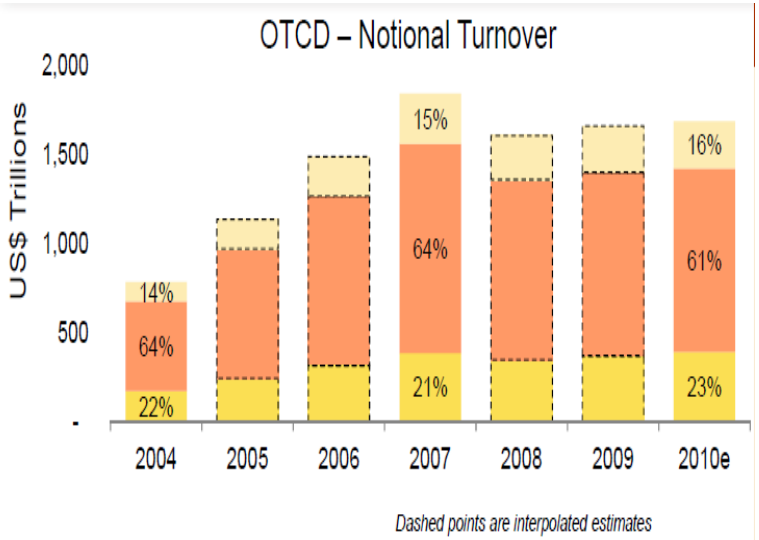
# A l'origine d'EMIR: les plus grands marchés du monde (ii)…

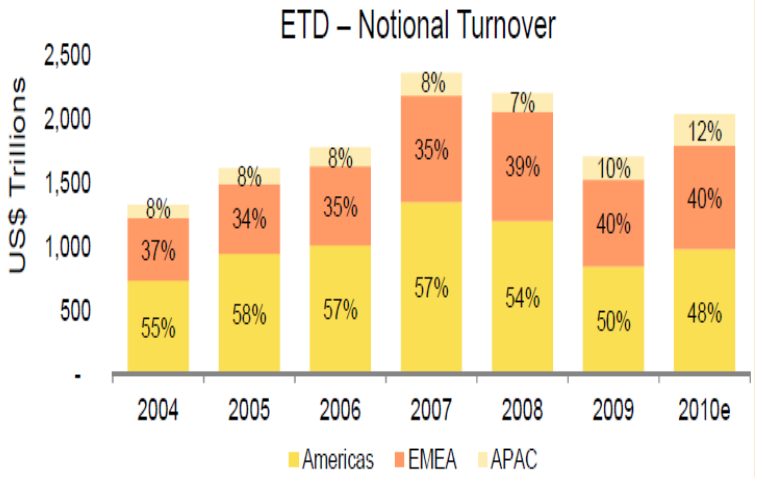
- Les dérivés de gré à gré sont principalement des **produits de taux**…
- … et (par type de contrats), principalement des ***swaps*** (65%) et des *options* (10%)…
- … essentiellement **échangés en Europe** (Londres)…
- par un **très petit nombre de participants** (30 000)

**Répartition par produits (valeur notionnelle 2009)**




Source : FSB

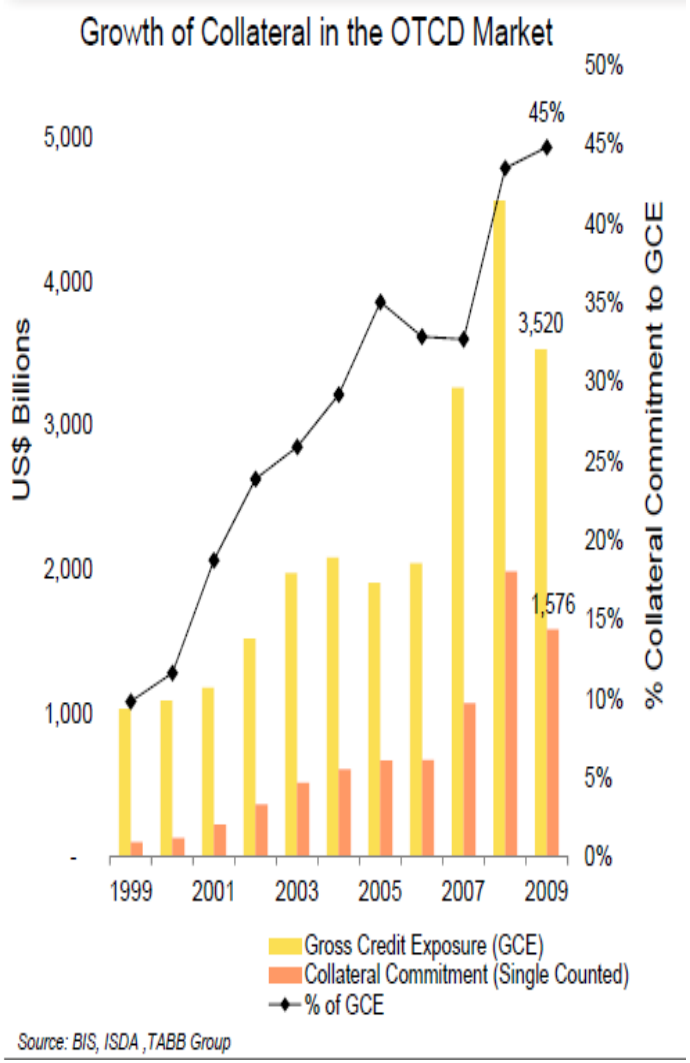



Source: BIS, WFE, ISDA, FIA, TABB Group

# … qui présentent des risques spécifiques…

- Dans un contrat de gré à gré, les parties **fixent librement les termes de l'échange**, faisant naître un risque de contrepartie potentiel…
- Or…les échanges sur dérivés en gré à gré sont **massivement « sous-collatéralisés »**
  - **69%** font l'objet d'échange de collatéral
  - Mais la somme des expositions nettes sur les marchés dérivés de gré à gré (une fois les effets de compensation bilatérale pris en compte) = **35000 Mds$** en 2009 (Source: ISDA – FMI)…
  - … et leur **collatéralisation actuelle = 1600 Mds$ (45%)…**
  - … soit un *gap* potentiel de 1900Mds$ (ISDA – WFE) à 2100Mds$ (FMI – SINGH et AITKEN 2009) – 600Bn$ pour les banques européennes hors FR
- **Pourquoi ?** (perception de certaines institutions comme des clients fiables ; pas de collatéral dans les échanges *dealer* à *dealer*).



# … et un engagement majeur du G20

- **Pittsburgh** : « ***All*** *standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by* ***end 2012 at the latest****. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non centrally cleared contracts* ***should be subject to higher capital requirements****. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse. »*

- **Séoul** : accord sur la mise en œuvre de 21 recommandations du FSB – processus de revue en cours

- **Trois principes fondamentaux** :
  - Faire **migrer les dérivés OTC sur des plates-formes standardisés** (réduction des risques opérationnels ; supervision des échanges ; détection des abus de marché)
  - **Assurer le *reporting*** de l'ensemble des transactions vers des bases de données centrales
  - **Imposer le passage obligatoire par des chambres de compensation** (CCPs) :
    - En s'interposant entre les parties au contrat, la CCP assume le risque de contrepartie…
    - … en définissant notamment le dépôt initial de collatéral et la gestion des appels de marge…
    - … et en gérant la faillite éventuelle d'un participant

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

# … dont l'impact financier et opérationnel sera considérable

- Les **estimations** de l'impact financier de l'obligation de compensation sont difficiles…
  - **Tous les contrats ne seront pas compensés,** (« pur » OTC, non standardisable car répondant à des besoins très spécifiques)
  - Le **dépôt de collatéral initial et les appels de marge dépendent** fortement des produits
- …mais **les coûts seront cependant très importants** (pas de « *re-use* » du capital déposé auprès des CCPs, principalement du *cash* ou des actifs très liquides):
  - **Estimations FMI et ISDA**: 70% des contrats dérivés OTC pourraient faire l'objet d'une compensation centrale
  - Estimation **coût immédiat** : 200Mds$ pour l'industrie financière
  - **EX**: CDS aujourd'hui – ICE compense 3000 Mds$ de notionnel pour 2Mds$ marges initiales et 3Mds$ contribution au fond de défaut, soit un ratio de 1/16000 ; si on l'applique X2 au 36 000 Mds$ de CDS en circulation = 80 milliards$

**Summary of Costs to Move to CCPs**

In the absence of information on open-positions in the future, we use the present ratio of initial margin and guarantee fund to notional cleared, and estimate costs to LCFIs.

| | Ratio of (Initial Margin + Guarantee Fund) to Notional | Offloading 2/3 of present Notional Size of Market | Extrapolated Costs |
|---|---|---|---|
| CDS | 1/600 to 1/300 [1/] | 2/3 x 36 trill | $40 – 80 bill |
| IRS | 1/5000 to 1/3300 | Additional 100 trill [2/] | $40 – 50 bill |
| FX, Equity, Commodities & Unallocated contracts | 1/1000 | 2/3 x 130 trill | $90 bill |
| Total Costs | | 2/3* 600+ trill | $170– 220 bill |

AMF

# Le règlement EMIR matérialise ces engagements (i)

- Présenté le **15 septembre 2010** – ECOFIN de mai 2011
  - **Définit l'obligation de compensation centrale**
    - proposition de l'AEMF à la Commission européenne, catégorie de dérivés par catégorie en fonction de l'offre de compensation existante
    - l'obligation s'applique à toutes les contreparties financières en Europe
    - le *stock* avant l'entrée en vigueur d'EMIR ne devrait pas être concerné
    - pas d'exemption à ce stade, mais un système très spécifique de seuils pour les *corporate* en référence avec l'activité commerciale
    - ne pas satisfaire à l'obligation de compensation est passible de sanctions
    - les dérivés ne faisant pas l'obligation de compensation centrale sont assujettis à des obligations de compensation bilatérale
  - **Définit l'obligation de *reporting* des transactions**
    - toutes les transactions (y compris le stock de contrats existants) doit faire l'objet d'un *reporting* (montants, principales stipulations, durée, parties)…
    - … auprès de *trade repositories* OU de l'AEMF / autorités nationales si aucune solution industrielle n'existe…
    - le respect de l'obligation de *reporting* peut être passible de sanctions MAIS cette obligation peut être déléguée (EX: d'un *corporate* vers une contrepartie financière)

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

# Le règlement EMIR matérialise ces engagements (ii)

- Impose des **standards prudentiels aux CCPs** qui concentreront demain le risque systémique, en prévoyant une supervision européenne de ces infrastructures
  - Une **licence spécifique** pour les CCPs
  - Fixation des **modalités de fonctionnement interne** de ces infrastructures (gouvernance…)
  - Fixation des modalités de participation des membres compensateurs et de leurs clients et des principes de ségrégation
  - Fixation de ***standards* prudentiels** qui leur sont applicables et du processus en cas de défaillance d'un participant
  - **Un sujet qui demeure :** l'accès des CCPs à la monnaie centrale
  - **Un système** de passeport européen, mais dans le cadre de collèges de superviseurs
- Définit le **fonctionnement des *trade repositories*** :
  - Supervision directe par **l'AEMF**
  - Principal enjeu : séparation des activités et règles dans l'utilisation des données dont les TRs sont rendus récipiendaires obligatoires par la législation
- Met en place un **régime d'« équivalence » vis-à-vis des infrastructures des pays tiers**

# Les enjeux pour l'avenir du règlement EMIR

- Les **enjeux d'articulation entre EMIR et l'agenda européen à venir**
  - La **sécurité des CCPs,** leur accès à la monnaie centrale et leur localisation en zone euro en lien avec la révision de **CRD IV** - « *bonus prudentiel* » en CRD 4 pour les expositions aux CCPs ayant accès à la monnaie centrale
  - La **négociabilité des dérivés sur des plates-formes de marché organisées –** vers une obligation de négociation des dérivés standards sur des plates-formes dans le cadre de la **MIF** ?

- **Les enjeux en G20**
  - La convergence réglementaire, notamment vis-à-vis des Etats-Unis qui ont fixé le *benchmark* avec le *Dodd Frank Act*

- **Les conséquences industrielles**
  - Le post-marché devient un relai de croissance des groupes d'infrastructures financières – **l'industrie de la compensation va se développer et se concentrer** (16 CCPs en Europe aujourd'hui…)

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# 11ème journée des RCCI et RCSI

Mardi 15 mars 2011 – Palais des Congrès

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# La plomberie du système financier : évolutions législatives européennes

**Marguerite Zauberman**, chargée de mission auprès du directeur des systèmes de paiement et des infrastructures de marché, Banque de France

# Travaux en cours de transposition en droit français

I) La DIRECTIVE 2009/44/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant :

- la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
- et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière

II) Le PROJET DE RÈGLEMENT sur les dépositaires centraux (CSD)

# Système de Règlements Interbancaires

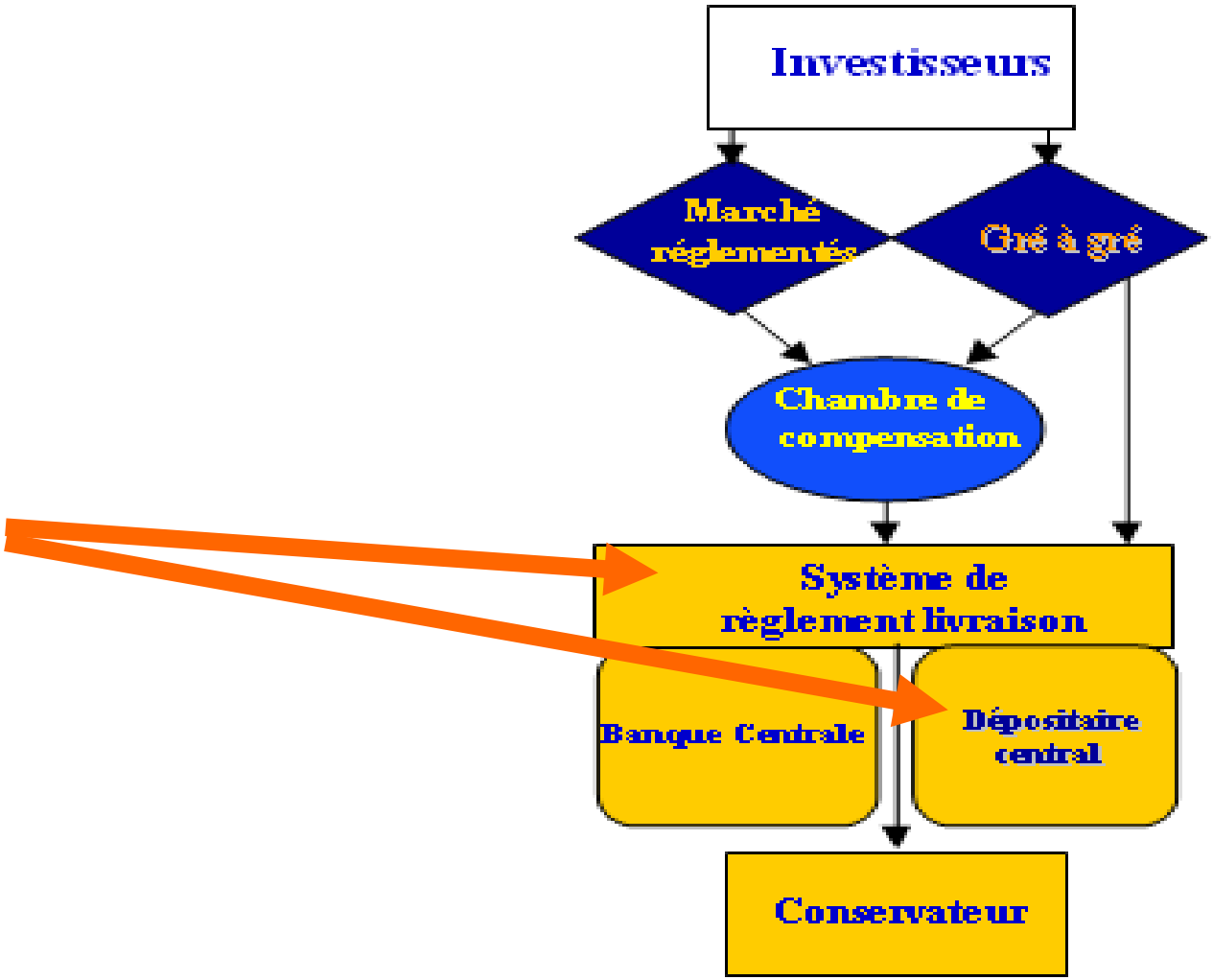
- **Un système de paiement (espèces) ou de règlement et livraison de titres**
- **Un système c'est :**
  - ❑ **Fonctionnellement, une plateforme informatique**
  - ❑ **Juridiquement :**

**Quoi ?**
- un accord formel multilatéral + des règles de fonctionnement et des procédures normalisées

**Qui ?**
- réservé aux institutions financières supervisées (les « participants »)

**Pourquoi faire ?**
- destiné à l'exécution des ordres de transfert entre participants
- notifié à la Commission Européenne

# Système de règlement-livraison (settlement)



## Risques auxquels sont confrontés les participants

***Risque d'investissement***

***Risque de crédit***

***Ennemi public n°1 : la faillite***

***Risque juridique***

Risque de règlement

***Risque de liquidité***

***Le risque systémique***

***Risque opérationnel***

***Risque de conservation***

***Risque de défaillance de l'agent de règlement***

AMF

# Comment réduire les risques ?

## *Risque de crédit*

- *Règles d'accès au système*
- *Mode de règlement : brut en temps réel, livraison contre paiement (DVP)*
- *Fournitures de garantie (collatéral)*

## *Risque juridique*

- *Règles de fonctionnement et contrat d'adhésion du système*
- *Cadre juridique (lois, réglements)*
- *Conflits de loi (transactions transfrontières)*

## Risque opérationnel

- Efficacité du système
- Plan de continuité d'activité

## Risque de défaillance de l'agent de réglement

- Monnaie de banque centrale

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

# Le droit des systèmes : un droit dérogatoire

La directive “finalité”, pièce maîtresse du droit des systèmes de paiement, a pour objectif de **protéger** le fonctionnement des systèmes contre les conséquences de l’application du droit commun de faillite

→ objectif de **stabilité financière**

- Règles d’irrévocabilité et d’opposabilité claires des ordres
- Règles de conflits de loi pour les ordres de transfert transfrontaliers
- Protection spéciale en cas de faillite d’un participant

# Le droit des systèmes : règles d'irrévocabilité et d'opposabilité

Le concept de " **finalité**" recouvre 2 aspects :

- **l'opposabilité** : un tiers ne peut pas remettre en question le paiement après le "moment" où il est entré dans le système

- **l'irrévocabilité** : l'ordre ne peut plus être révoqué par le participant donneur d'ordre ni par un tiers

⇒ Chaque système est invité à déterminer clairement dans ses règles quel est :

→ le moment à compter duquel un ordre de paiement passant par un système est « entré dans le système »

→ et le moment à partir duquel l'ordre devient irrévocable

# Le droit des systèmes : apports nouveaux

- un système (son gestionnaire) peut devenir participant à un autre système

- favoriser l'interopérabilité des systèmes → coordonner les moments d'entrée et d'irrévocabilité prévus dans les règles des systèmes

- étendre la protection aux traitements de nuit en modifiant la référence au « jour ouvrable »

- clarifier la définition de « participant indirect » : il doit être connu du gestionnaire du système + la responsabilité du participant direct dans le système qui est responsable

# La directive sur les garanties financières dans les systèmes

- Cadre juridique communautaire uniforme pour l'**utilisation transfrontalière** des garanties financières
- **Garanties** complètement dépourvues de **formalisme**
- «**Re-use** »: permettant une **réutilisation des actifs** remis au bénéficiaire de la garantie
- **Opposables aux tiers** (dont le juge de la faillite)
- **Compensation avec déchéance du terme** (close out netting)

**apports nouveaux:** harmonise le cadre juridique pour l'utilisation des **créances privées** comme garantie des transactions transfrontalières

AMF

# Travaux en cours

I) La DIRECTIVE 2009/44/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant :

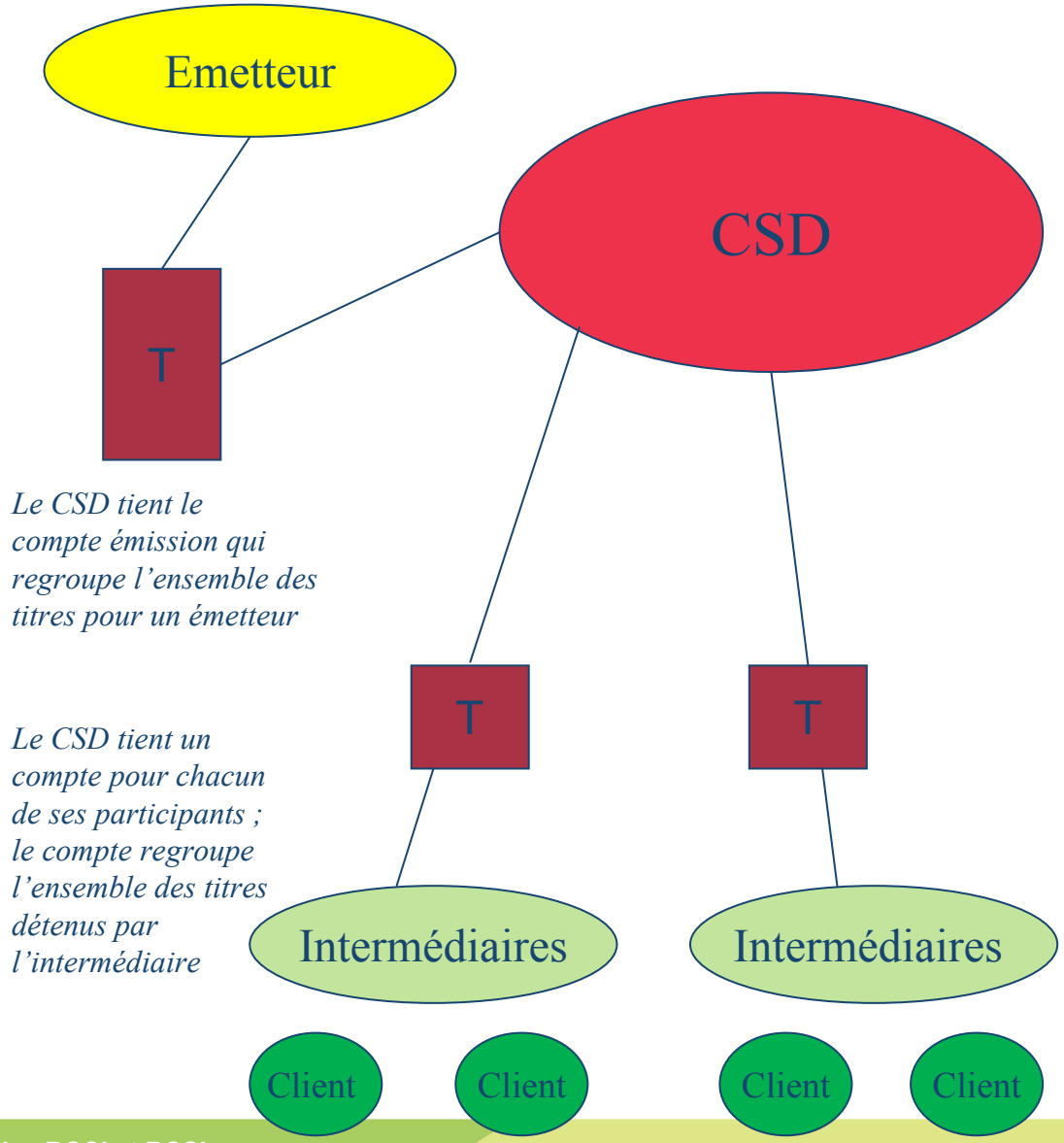
- la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
- et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière

II) Le PROJET DE RÈGLEMENT sur les dépositaires centraux (CSD)

# Les dépositaires centraux de titres remplissent deux types de fonctions

- Les dépositaires centraux de titres doivent garantir que les titres existent et qu'il n'y a pas plus de titres émis que de titres en circulation (« fonction notariale »)
  - enregistrer dans un compte spécifique les instruments financiers composant chaque émission admise à ses opérations
    EXEMPLE : une émission d'actions lors d'une augmentation de capital
  - tenir des comptes titres courants pour ses clients, et notamment les teneurs de compte conservateurs et assure la circulation des instruments financiers par virement de compte à compte
  - vérifier que le montant total de chaque émission admise à ses opérations est égal à la somme des instruments financiers enregistrés aux comptes de ses adhérents
  - prendre les dispositions nécessaires pour permettre l'exercice des droits attachés aux instruments financiers enregistrés en compte courants.
    EXEMPLE : droits de vote aux Assemblées générales, paiement des coupons ou opérations sur titres
  - transmettre les informations nominatives relatives aux titulaires d'instruments financiers entre ses adhérents et les émetteurs

# I- La fonction notariale



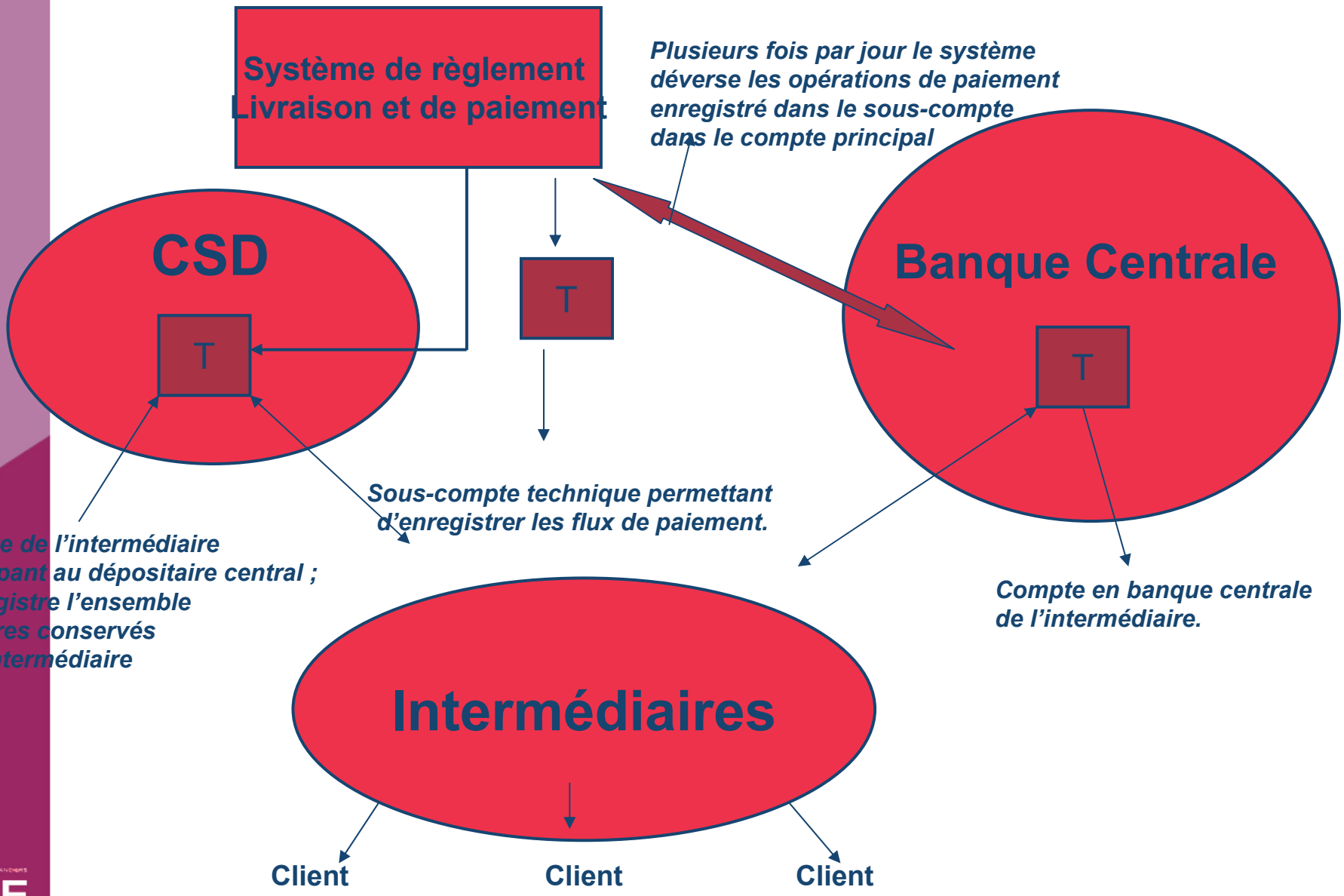

*Le CSD tient le compte émission qui regroupe l'ensemble des titres pour un émetteur*

*Le CSD tient un compte pour chacun de ses participants ; le compte regroupe l'ensemble des titres détenus par l'intermédiaire*

# II – La fonction de règlement-livraison

- Les dépositaires centraux de titres sont responsables de l'exploitation du système de règlement livraison
  - En début de journée comptable, une « position instruments financiers » est ouverte aux participants sur la base du solde figurant à leur compte à l'issue de la journée comptable précédente
  - Cette position instruments financiers est mise à jour, en cours de journée, des mouvements d'instruments financiers
  - En fin de journée, est mis à jour le solde comptable du compte courant d'instruments financiers qui est le fondement des opérations sur titres
  - Le compte espèces est débité / crédité dans les livres de la Banque centrale en fonction des montants échangés en cours de journée

# II – La fonction de règlement-livraison



## Le projet de règlement : un texte nécessaire

# POURQUOI?

- Les CSD seraient les seules infrastructures de post-marché non régulées, alors que leur rôle est potentiellement systémique
- La plateforme technique de règlement-livraison de la zone euro T2S, lancée par la BCE :
  ➡ harmoniser les règles et accompagner le développement des règlements transfrontières

# Les enjeux

- Préalable : ce règlement ne doit pas emporter de conséquences sur le droit des sociétés
- Etre d'accord (à 27 Etats membres !) sur les objectifs :
  - Assurer la sécurité et le bon fonctionnement des CSD : interdire le cumul d'un agrément CSD avec des activités bancaires ? Accepter le cumul et limiter strictement les services bancaires ?
  - Garantir l'intégrité de l'émission est une mission essentielle du CSD
  - Mettre en place d'un système de supervision de qualité (par ex. associant les autorités des pays dans lequel le CSD veut offrir des services)
  - Promouvoir la dématérialisation des titres
  - Sur qui faire peser la responsabilité de prévention et de sanction des suspens ?

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# 11ème journée des RCCI et RCSI

Mardi 15 mars 2011 – Palais des Congrès

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

# Projet de directive « Droit des titres » et travaux internationaux

**Thiebald Cremers**,
Juriste, affaires publiques,
BNPParibas Securities Services

# Plan

- Qu'est-ce que le « droit des titres »?
  - Pourquoi le droit des titres est devenu un sujet de discussion
  - Quels enjeux ?
- Les différents systèmes nationaux de détention de titres
  - Les systèmes directs et intermédiés
  - Les systèmes indirects
- Les incompatibilités entre systèmes nationaux
  - Les fausses incompatibilités
  - Les vraies incompatibilités
- Les conventions de La Haye et de Genève sur les titres
- Le projet de directive européenne « droit des titres »

# Qu'est-ce que le droit des titres ?

- Le droit des titres régit les relations entre les personnes impliquées dans la détention de titres:
  - L'investisseur entre en relation avec l'émetteur du titres
  - L'investisseur entre en relation avec un intermédiaire qui inscrit le titre en compte de titres

- Identification des risques liés à un investissement : risque sur l'émetteur et risque d'intermédiation

- Le droit des titres et les autres branches du droit
  - Le droit des biens : le droit sur le titre.
  - Le droit des titres et droit des marchés financiers : la négociation du titre
  - Le droit des titres et la régulation des intermédiaires : les droits découlant du titre
  - Le droit des titres et le droit des sociétés

# Évolutions « récentes » de la détention de titres

- Traditionnellement : titres nominatifs et titres au porteurs

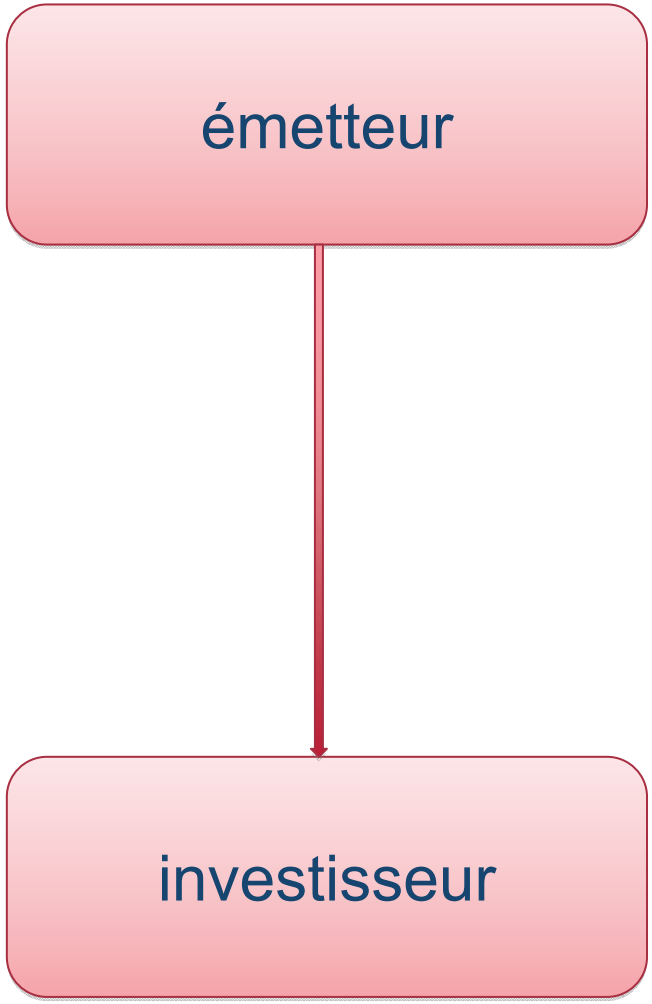
- Dépôt de titres auprès de dépositaires
  - Fongibilité, transfert de propriété et faillite
  - Protections traditionnelles
    - Propriété, copropriété, trust

- Augmentation des volumes

# Évolutions « récentes » du droit des titres

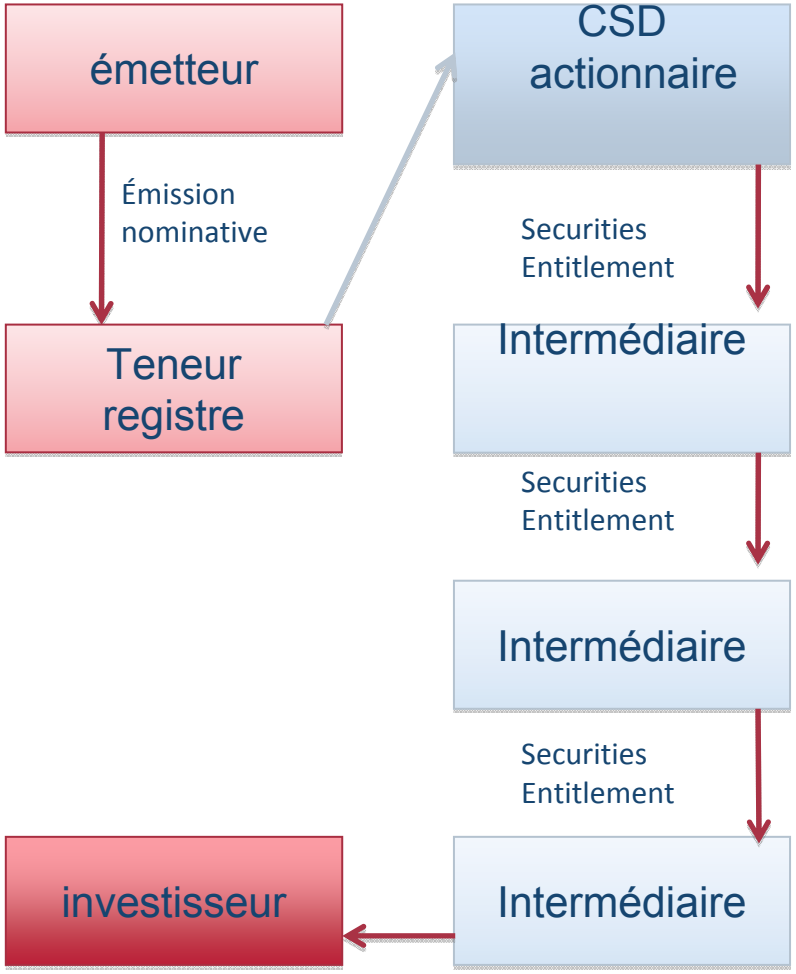
- Introduction de prête-noms (UK  USA)
- Immobilisation de titres
- La dématérialisation à la française
  - L'inscription en compte matérialise le titre

# Système de détention directe



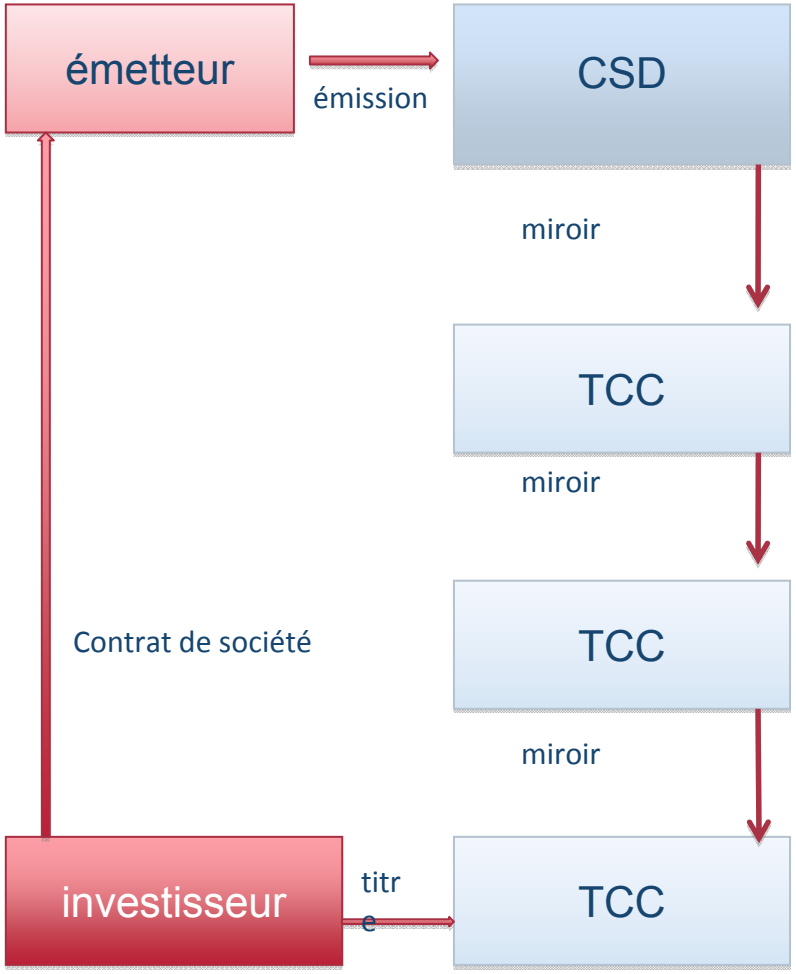

- En acquérant un titre, l'investisseur entre en relation directe avec l'émetteur, sans interposition d'intermédiaires.
- Un contrat d'émission lie l'émetteur à l'investisseur (contrat de société ou de prêt).
- Si les titres sont dématérialisés, l'émetteur les inscrit en compte (possible en France) ; si les titres sont sous forme papier, l'investisseur détient ce titre papier

# Système de détention indirecte (USA)



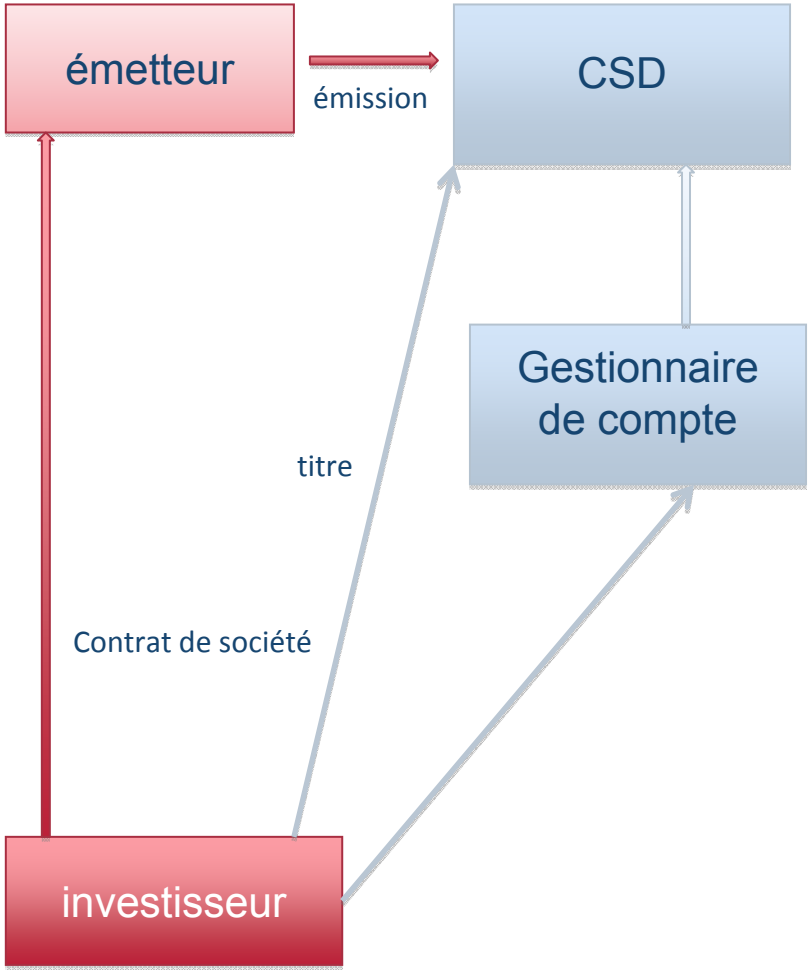

- L'investisseur n'entre en relation qu'avec son intermédiaire direct. L'objet du contrat qui lie ces parties est un "securities entitlement"
- Le "**securities entitlement**" est un actif distinct du titre émis. Il existe à chaque niveau de la chaine d'intermédiation.
- L'investisseur n'a aucun droit sur le titre émis.
- Le CSD est **actionnaire nominatif** inscrit dans le registre du teneur de registre. Il est **prête-nom** pour ses adhérents et confère à ces derniers un "securities entitlement".
- La **négociabilité** résulte du recours au prête-nom et du "securities entitlement"

# Système de détention directe et intermédié




- L'investisseur entre en relation avec l'émetteur (contrat de société) *et* avec avec son intermédiaire direct (contrat de tenue de compte conservation).
- Les inscriptions en compte de titre sont le titre ou des miroirs du titre
- L'investisseur a un droit de propriété (France) ou copropriété (Allemagne) sur le titre.
- Le CSD garantit l'intégrité de l'émission
- La **négociabilité** résulte de la notion de titres au porteur, qui s'applique également aux titres dématérialisés

# Système de détention « transparent »




- L'investisseur entre en relation avec l'émetteur (contrat de société) *et* avec avec le dépositaire central (contrat de tenue de compte conservation).
- Les inscriptions en compte de titre sont le titre : il n'existe qu'un compte
- L'investisseur a un droit de propriété sur le titre.
- L'investisseur a conféré au gestionnaire de compte le soin d'administrer le compte titre dans les livres du dépositaire central
- La **négociabilité** résulte de la notion de titres au porteur

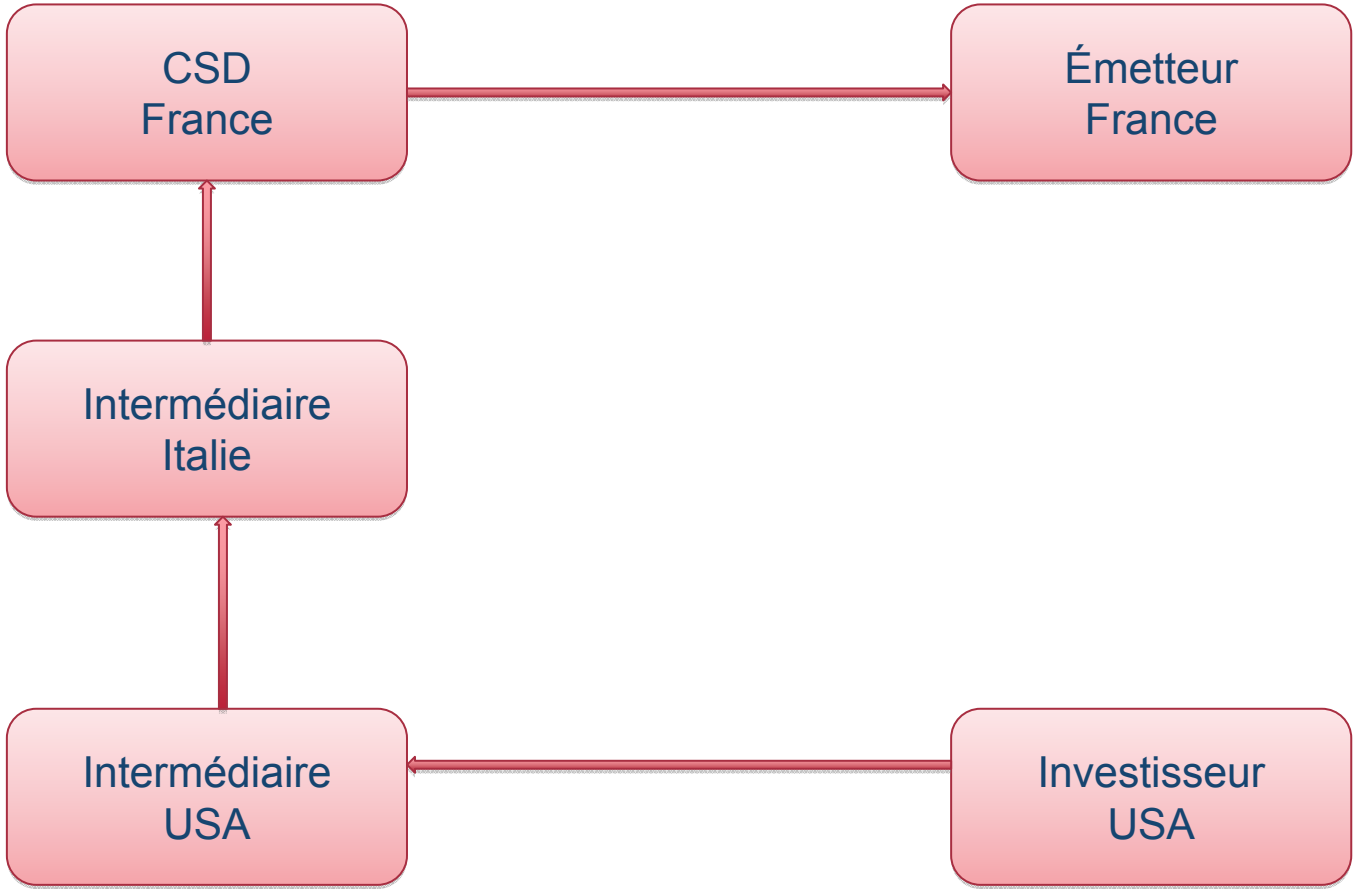
# Les incompatibilités entre systèmes nationaux

- Les fausses incompatibilités
  - Incompatibilité des concepts de propriété
    - Exemple de l'investisseur français acquérant un titre suédois
  - Protection contre la faillite de l'intermédiaire
    - Note : droit américain

- Les vraies incompatibilités
  - Importance de l'intégrité de l'émission
    - Aligner le régime juridique des titres sur celui des espèces?
  - Traitement transfrontalier des droits découlant des titres
  - Reconnaissance des prête-nom
    - Instructions diverses pour une seule position

- Solution proposée : l'approche fonctionnelle

# Le droit applicable: quel est le problème ?



# Le droit applicable - Solutions

- Look – Through approach
  - Loi de l'émetteur
  - Écarté

- Approches du compte pertinent
  - PRIMA / PRACA
    - Droit européen
    - Certitude juridique des tiers

  - Loi du contrat
    - Convention de La Haye
    - Certitude juridique des parties à un contrat de collateral

# Le droit matériel : La convention de Genève

- Approche fonctionnelle
- Titres intermédiés : « désigne des titres portés au crédit d'un compte de titres ou tous droits sur des titres qui résultent du crédit de titres à un compte de titres. »
- Mais l'article 9 de la Convention réduit les titres intermédiés à des droits du titulaire de compte contre le teneur de compte
- Protection contre la faillite
- Intégrité

# En Europe ?

- Rejet de la convention de La Haye
- Projet de Directive « droit des titres »

Thiebald Cremers
BNP Paribas Securities Services

Thiebald.g.cremers@bnpparibas.com
01 42 98 57 07