

Réforme OST : Le sprint final... serez-vous prêt ?

En partenariat avec



Sommaire

1

Éditorial

Éric DÉROBERT,
Président, AFTI

2

L'actualité de l'harmonisation

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

4

Les enjeux de l'application des standards européens sur le traitement des OST optionnelles

Olivier PIERRE,
Partner, Onepoint
Mireille GALEAZZI,
Directeur, Product management ESES, Euroclear

8

Où en sont nos voisins ?

Pierre COLLADON,
Chargé de mission en stratégie pour les
infrastructures de marché, Société Générale
Securities Services

10

Les acteurs, leurs attentes et recommandations

Table ronde animée par Sylvie VERNET GRUOT, Public
Affairs, CACEIS

Avec :

Michel DEGRYSE, Senior officer, Division
Infrastructures de marché, Autorité des marchés
financiers (AMF)
Isabelle TRÉMEAU, Secrétaire générale, Association
Nationale des Sociétés par Actions (ANSA)
Sandra ABOUTBOUL, ESES product manager,
Euroclear
Franck MICHOT, Responsable Opérations sur titres,
BNP Paribas Securities Services
David PASQUALE, Responsable Opérations
Centralisées, CACEIS Corporate Trust
Mourad KHIRAT, Responsable relations de Place et
Veille réglementaire, Natixis

Éditorial

Ce Petit-déjeuner de l'AFTI est l'occasion de réunir tous les experts qui contribuent à la transposition des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST). C'est un sujet technique et de longue haleine mais nous avons l'habitude à l'AFTI de traiter des sujets techniques et complexes. Et, si ce sujet demeure encore aujourd'hui abscons pour certains et peu connu de nos directions générales, il n'en est pas moins fondamental en matière d'harmonisation non seulement pour la Place de Paris mais aussi pour l'ensemble des Places en Europe.

L'année 2016 a marqué une étape de transition dans la transposition des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST). En effet, la mise en œuvre de TARGET2-Securities (T2S) a concentré beaucoup d'énergie et d'attention, y compris par son impact sur le traitement des opérations sur titres. De ce fait, la mise en place de la seconde phase des standards (Stream 6) qui couvre l'ensemble des opérations à

options, c'est-à-dire qui nécessitent des instructions de la part du détenteur des titres, a été reportée en mars 2018. Néanmoins, les travaux préparatoires se sont poursuivis au cours de l'année 2016, pour préparer et anticiper au mieux les changements à venir, et ce notamment en matière d'organisation opérationnelle.

L'année 2017 sera consacrée principalement à la finalisation du planning de mise en œuvre du Stream 6, incluant la phase de préparation et d'exécution des tests ainsi que la migration elle-même.

Nous avons déjà fait preuve de beaucoup d'énergie et d'engagement mais nous devons poursuivre nos efforts compte tenu des changements importants et profonds qui nous attendent. Serons-nous prêts ?

Éric Dérobert
Président de l'AFTI

L'actualité de l'harmonisation

Joël Mèrère,

Membre indépendant du Market Infrastructure Board (T2S), Banque centrale européenne (BCE)

Président du T2S Harmonisation Steering Group et Membre de l'EPTF

La création récente du *Market Infrastructure Board (MIB)* s'inscrit dans les réflexions menées par la Banque centrale européenne (BCE) avec l'Eurosystème sur le futur des infrastructures de marché en Europe et dénommées « Vision 2020 » de l'Eurosystème. Cette « Vision 2020 » de l'Eurosystème comprend plusieurs volets dont un rapprochement des plateformes TARGET2 et TARGET2-Securities (T2S). Dans cette optique, il a été jugé cohérent de réunir les instances de direction du monde des titres (T2S) et de celui des espèces (TARGET2) au sein d'une même structure de gouvernance interne réunissant des représentants de ces deux mondes. Un autre projet important concerne l'amélioration de la gestion du collatéral au sein de l'Eurosystème (*Eurosystem Collateral Management System, ECMS*).

L'harmonisation est un sujet déjà vieux de près de vingt ans et pour lequel nous pouvons encore constater une parfaite continuité entre le passé, le présent et le futur. La première étape importante a été la publication des deux rapports Giovannini de 2001 et de 2003. Le premier rapport identifiait quinze barrières à éliminer, le second identifiait les acteurs en charge de l'élimination de ces barrières.

Il faut ici rappeler le rôle important du groupe CESAME, mis en place par la Commission européenne, dans le suivi de l'élimination de ces barrières et ce, même si pour certains, il n'a pas été aussi efficace qu'ils l'auraient souhaité. Les travaux du groupe CESAME se sont poursuivis durant quatre années et ont donné lieu à la publication en novembre 2008 d'un rapport d'étape sur les progrès réalisés. Les travaux du groupe CESAME se sont interrompus après la publication de ce rapport. Cependant les travaux d'harmonisation se sont poursuivis grâce, en particulier, à une excellente coopération des principales associations professionnelles concernées.

Ainsi les travaux individuels des différentes associations professionnelles participant à l'élimination de la barrière 3 relative aux opérations sur titres (OST) ont été remplacés à l'été 2007 par la mise en place du *Corporate Actions Joint*

Working Group (CAJWG) réunissant les principaux acteurs concernés à savoir les émetteurs, les infrastructures de marchés et les intermédiaires. En 2009, le CAJWG a publié une série de cent vingt standards portant sur les opérations sur titres (OST) dont la mise en œuvre fait aujourd'hui encore l'objet d'un suivi par l'*European Market Implementation Group (E-MIG)* et les *Market Implementation Groups (MIGs)*.

En 2009, avec le lancement du projet TARGET2-Securities (T2S), le *Corporate Actions Sub Group (CASG)* a été mis en place pour se concentrer sur les opérations sur titres (OST) qui étaient pertinentes dans le cadre de ce projet, d'où cette dichotomie entre le CAJWG traitant principalement des opérations sur stock et le CASG traitant essentiellement des opérations sur flux mais aussi des opérations sur stock sous l'angle particulier (et plus détaillé) de T2S. Dans ce contexte, les travaux se sont développés dans le cadre de T2S mais en parfaite complémentarité avec le CAJWG. À cet égard, une condition préalable et essentielle a été posée : les marchés qui migrent sur la plateforme T2S sont supposés avoir mis en œuvre l'ensemble des standards recommandés par le CASG, même s'il peut exister quelques exceptions « temporaires » étant donné la complexité de certains sujets. Ainsi, si l'harmonisation indispensable au bon démarrage de T2S a bien été réalisée, il persiste néanmoins un manque d'harmonisation dans certains domaines « non centraux » (au sens du fonctionnement de T2S). De ce point de vue, tout le monde reconnaît que les opérations sur titres (OST) restent effectivement le domaine le plus compliqué.

L'*Harmonisation Steering Group (HSG)* qui supervise l'ensemble des travaux T2S en matière d'harmonisation, et en particulier ceux du CASG, publie depuis 2011 un rapport annuel sur l'état d'avancement des travaux en matière d'harmonisation par thème et par pays.

Parmi les initiatives récentes au sein de l'Eurosystème, nous noterons que l'*Harmonisation Steering Group (HSG)* va reprendre les travaux du groupe de contact de la Banque centrale européenne (BCE) sur les infrastructures dans

le domaine des titres en euros (*Contact Group on Euro Securities Infrastructures, COGESI*) relatifs à l'amélioration de la gestion du collatéral. Regrouper au sein d'une même instance l'ensemble de ces travaux permettra d'avoir une meilleure cohérence dans l'approche globale du sujet et ce d'autant plus qu'il existe un large consensus pour considérer que les solutions apportées dans le cadre de TARGET2-Securities (T2S) ont vraisemblablement vocation à s'appliquer au-delà¹.

Dans le cadre du projet Union des marchés de capitaux (*Capital Markets Union, CMU*) lancé par la Commission européenne, nous relèverons tout particulièrement la mise en place du Forum européen du post-marché (*European Post-Trade Forum, EPTF*). L'objectif de ce dernier, composé d'experts et de représentants des associations professionnelles, est non seulement d'examiner parmi les barrières Giovannini celles qui ont été levées et celles qui restent à lever mais aussi de recenser les barrières qui n'avaient pas été identifiées à l'époque ou qui sont nouvellement apparues. Il est important de rappeler que l'essentiel des barrières identifiées dans le rapport Giovannini de 2001 relevaient d'éléments très fortement liés à l'activité des dépositaires centraux. Depuis, et pour ne citer que ces deux piliers des marchés financiers, les chambres de compensation et les marchés de produits dérivés ont acquis une importance insoupçonnée au moment des discussions Giovannini. Les travaux de l'EPTF vont donner lieu à la publication d'un rapport résumant les résultats des discussions et évaluant les conséquences et les moyens d'aller de l'avant. Ce dernier se présentera sous forme d'une consultation lancée par la Commission européenne.

Concernant le traitement des opérations sur titres (OST) qui reste un sujet de préoccupation majeur, nous n'en sommes plus aujourd'hui à l'élaboration de nouveaux standards mais au suivi de la mise en œuvre des standards qui ont été élaborés par le *Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG)* et par le *Corporate Actions Sub Group (CASG)* et sur lesquels l'ensemble des acteurs se sont accordés. Les travaux

¹ Puisque le champ d'action du COGESI n'était pas limité au monde T2S.

L'actualité de l'harmonisation

se concentrent donc désormais sur les questions relatives à la mise en œuvre de ces standards. Ces travaux intègrent également la question de l'identification des actionnaires sachant que la deuxième directive sur les droits des actionnaires doit apporter un certain nombre de progrès mais qu'elle ne couvrira pas tout. À ce sujet, nous avons eu dans le cadre du Forum européen du post-marché (*European Post-Trade Forum, EPTF*) de nombreuses discussions sur la problématique des titres nominatifs (*registered securities*) qui ont abouti à la conclusion que le nominatif en soi n'est pas un problème mais qu'il existe aujourd'hui un manque d'harmonisation dans le domaine de la mise en œuvre. Dans le rapport à venir, les membres de l'ETPF souhaiteraient proposer une méthodologie de discussion qui sera ensuite soumise à consultation.

Tous les regards étant aujourd'hui dirigés vers la *Distributed Ledger Technology (DLT)*, l'*Harmonisation Steering Group (HSG)* s'est autosaisi du sujet parce que derrière cette technologie se pose potentiellement la question de l'harmonisation. En effet, face aux nombreuses initiatives et expérimentations en cours, fort intéressantes et pertinentes, tant au niveau national qu'interna-

tional, le risque n'est pas nul d'aboutir à des systèmes qui ne sauraient pas communiquer entre eux. Au vu du risque d'une possible future (re) fragmentation, une *task force* a été mise en place au sein de l'*Harmonisation Steering Group (HSG)* pour évaluer l'incidence potentielle de cette technologie appliquée non seulement à l'univers T2S mais aussi, plus largement, à l'ensemble du post-marché.

Cette task-force a dupliqué ce qui avait été fait au niveau du Forum européen du post-marché (*European Post-Trade Forum, EPTF*), c'est-à-dire passer en revue l'ensemble des sujets sous l'angle de la *Distributed Ledger Technology (DLT)*. À titre d'exemple, comment réaliser du règlement *Delivery Versus Payment (DVP)* en monnaie banque centrale dans un environnement DLT ? Le résultat de ces travaux sera soumis à l'*Harmonisation Steering Group (HSG)* puis à l'*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SeCo)* qui a pris la relève du *T2S Advisory Group (AG)* et du *Contact Group on Euro Securities Infrastructures (COGESI)*.

À ce stade, il n'est bien sûr pas question de définir des standards mais d'identifier les pistes

de réflexion pertinentes en matière d'harmonisation dans l'optique de la mise en œuvre de cette technologie. Ainsi, par exemple, dans le domaine des opérations sur titres (OST), la *Distributed Ledger Technology (DLT)* pourrait apporter des réponses en matière de format et de transmission des messages, de disponibilité de l'information, etc.

Même si les analyses montrent que cette nouvelle technologie, tout en n'étant pas exempte de questions, a le potentiel de révolutionner le post-marché, et même si les choses évoluent rapidement dans ce domaine, il faut cependant reconnaître qu'elle n'est pas suffisamment mature à ce stade pour apporter des réponses concrètes (et pouvant donc être immédiatement mises en œuvre) aux travaux d'harmonisation qui sont aujourd'hui menés. Les efforts doivent donc, jusqu'à nouvel ordre, être poursuivis par les « voies classiques ». Mais les perspectives sont telles que nous pouvons nous attendre à des changements majeurs, par exemple dans un domaine tel que les opérations sur titres (OST), sur les cinq à dix prochaines années. ■

Les enjeux de l'application des standards européens sur le traitement des OST optionnelles

Olivier Pierre,
Partner, Onepoint

Cela fait plusieurs années déjà que la Place de Paris est fortement mobilisée sur le sujet de réforme des opérations sur titres (OST), depuis la publication par le *Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG)*, en 2009, d'une première version des standards européens portant sur les opérations sur titres, puis en 2012, d'une seconde version révisée, qui constitue aujourd'hui encore la base des travaux. Après une phase de pré-étude, la Place française est passée, en 2013, sur un fonctionnement en mode projet autour d'une gouvernance appropriée.

Une étape importante de la transposition des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST) a été franchie avec la mise en œuvre le 28 mars 2015, de la première phase de la réforme pour les opérations de distributions obligatoires en titres et les opérations de réorganisations obligatoires. Cette première étape a nécessité d'adapter quelques points de réglementation et de revoir quelques processus métier, notamment pour ce qui concerne la gestion des opérations avec fractions puisque désormais il n'est plus nécessaire de détacher des droits lors d'une opération d'attribution gratuite d'actions nouvelles. Même s'il reste à la marge quelques réglages à faire pour s'assurer que tous les standards sont compris et respectés par l'ensemble des acteurs, nous pouvons dire que cette étape est désormais derrière nous.

La seconde étape, dont la mise en œuvre est prévue pour la fin du premier trimestre 2018, concerne les opérations sur titres (OST) plus complexes qui nécessitent, de la part du détenteur des titres, l'exercice d'un choix dans le produit de l'opération à recevoir, et impliquent des processus de calcul et d'échange d'information entre les différents acteurs de la chaîne de traitement. Une étape intermédiaire, passée quelque peu inaperçue dans le contexte de la montée d'ESSES sur T2S, concerne une évolution de la réglementation relative à la cotation des droits préférentiels de souscription depuis le 1er octobre 2016. Il s'agit néanmoins d'une étape nécessaire pour la bonne application des standards sur les opé-

rations à options, permettant de décorréliser la période de cotation des droits de leur période d'exercice.

Les enjeux

La mise en place de standards répond aux besoins d'harmonisation, d'optimisation et de sécurisation.

Harmonisation : Puisque dès lors que les standards seront appliqués par les différents pays européens, les opérations seront traitées de façon identique quel que soit le lieu de détention des titres.

Optimisation : L'application de ces standards permet de réduire le délai de traitement des opérations et d'optimiser les modalités de remise du produit de l'opération aux détenteurs finaux.

Sécurisation : Le recours à la norme ISO et le respect des standards, permet de sécuriser l'ensemble du processus de traitement des OST, de l'annonce au reporting découlant de la comptabilisation du résultat de l'opération.

Le périmètre

La seconde phase de la réforme concerne donc les opérations à options, celles qui nécessitent des instructions de la part du détenteur des titres qu'il s'agisse :

- d'opérations obligatoires qui s'imposent au détenteur des titres mais offrent un choix entre différentes options (par exemple : dividende à option, augmentation de capital avec droits préférentiels de souscription) ;
- d'opérations volontaires qui sont proposées au détenteur des titres, sans qu'il y ait obligation pour ce dernier de participer à l'opération, sur une période de temps définie, soit courte² dans le cas, par exemple, des offres (OPA/OPE), soit longue³ dans le cas, par exemple, des exercices de bons ou des conversions d'obligations.

Les fonctions

Dans ce cadre, les fonctions d'annonce, de transmission des instructions et de centralisation des opérations seront transformées.

Annonce : Afin d'optimiser l'application des standards, il est important que les annonces d'opérations soient réalisées dans des délais et avec une qualité qui permettent à chacun d'appliquer correctement l'opération dans ses traitements et d'informer ses propres clients dans des délais compatibles avec les modalités de l'opération. Dans cet objectif, le recours à la norme ISO pour l'annonce des opérations sur titres (OST) sera donc étendu aux opérations avec options.

Instructions : L'application des standards et l'utilisation de la norme ISO apportent un changement majeur dans les modalités de transmission des instructions de choix des teneurs de compte, pour leurs clients, tant dans les outils que dans les procédures à appliquer. Le « bordereau de dépôts » actuellement transmis par les teneurs de compte au centralisateur à l'appui de sa demande titres nouveaux est abandonné au profit de l'utilisation de la norme ISO 15022 (MT565) soit au travers d'outils dédiés.

Centralisation : Le rôle du centralisateur et les interactions avec les teneurs de compte évoluent avec la mise en œuvre des standards. En effet, dès la mise en œuvre de la seconde phase de la réforme, Euroclear fournira la plateforme technique qui assurera le traitement des instructions transmises par les teneurs de compte, calculera, lorsque cela sera possible, le produit de l'opération et sur la base de la validation du centralisateur, créditera le produit de l'opération au compte des différents établissements financiers en fonction des instructions initialement transmises pour leurs clients. Le centralisateur continue de communiquer l'ensemble des caractéristiques de l'opération qu'il centralise, d'encadrer la bonne réalisation de l'opération, de suivre la transmission des instructions communiquées par Euroclear et de contrôler la bonne réalisa-

² Le produit de l'opération étant alors remis à la fin de la période.

³ Le produit de l'opération étant alors remis au détenteur selon une fréquence prédéfinie (fil de l'eau).

Les enjeux de l'application des standards européens sur le traitement des OST optionnelles

tion de l'opération sur la base des reporting produits par Euroclear. La validation de l'opération reste nécessaire pour comptabiliser le produit de l'opération aux comptes des établissements financiers.

Traitement: Le dépositaire central assure le calcul et la comptabilisation du produit de l'opération sur la base des instructions reçues ou des éléments communiqués par le centralisateur et transmet les reportings associés aux différents acteurs.

Optimisation des délais

Une modification importante du process concerne les opérations obligatoires avec options, telles les opérations d'exercice de droits de souscription ou de dividende à options. Ces

opérations bénéficient aujourd'hui d'une période dite de centralisation de six à sept jours – après la date de clôture de la période d'exercice des droits et avant la livraison des titres nouveaux – pour permettre au centralisateur de contrôler et de traiter l'opération et d'effectuer les reporting nécessaires. Cette période de centralisation disparaît avec l'application des standards, Euroclear assurant, dès la fin de l'opération et sur la base des instructions transmises par les teneurs de compte, le calcul du produit de l'opération, le reporting nécessaire et la livraison du produit de l'opération.

Tous les teneurs de compte devront avoir reçu et transmis, via les nouveaux outils, les instructions de leurs clients avant cette date de clôture. Pour ce faire, une organisation adaptée devra être mise en place au sein des équipes opéra-

tionnelles pour recueillir et traiter dans les délais les instructions de leurs clients – particuliers ou institutionnels – qui ne sont pas tous soumis aux mêmes contraintes. ■

Les enjeux de l'application des standards européens sur le traitement des OST optionnelles

Mireille Galeazzi,

Directeur, Product management ESES, Euroclear

Avant la mise en œuvre du Stream 5 (CSE 5), qui a été le moment où la Place s'est organisée en mode projet en raison de l'impact de la mise en œuvre des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST) sur de nombreux acteurs, le Stream 4 (CSE 4) a constitué une étape importante puisqu'il concernait la première phase du cycle de vie d'une opération sur titres qui est celle de l'annonce. En effet, il a permis l'automatisation du processus d'annonce de l'opération, jusque-là manuel, avec la mise en place du *Corporate Actions form (CA form)*, document standardisé qui permet la transmission des informations sur l'opération sur titres et leur intégration automatique dans les systèmes d'Euroclear, réduisant ainsi les délais de traitement et les risques opérationnels de saisie. Le Stream 5 concernant les opérations de distributions obligatoires en titres et les opérations de réorganisations obligatoires, a été mis en œuvre en mars 2015. La prochaine étape, prévue pour le premier trimestre 2018, sera la mise en œuvre du Stream 6 (CSE 6) concernant les opérations électives.

Zoom sur les fonctionnalités du Stream 6

Considérons les fonctionnalités du Stream 6 en nous focalisant sur les différentes étapes du cycle de vie d'une opération sur titres (OST). L'annonce obéit aux mêmes principes que ceux du Stream 5 à savoir que nous allons continuer à recevoir les informations relatives aux opérations sur titres (OST) de la part du centralisateur à travers le *Corporate Actions form (CA form)* et à véhiculer ces informations vers les teneurs de compte-conservateurs (TCC) au moyen de message ISO MT564.

Ensuite, pendant la période d'élection (*Election Period*), les teneurs de compte-conservateurs transmettront leurs instructions directement à Euroclear – ce qui constitue la nouveauté du Stream 6 – au travers de messages ISO MT565.

Puis Euroclear calculera le produit de l'opération sur titres selon les mêmes principes qui s'appliquent déjà pour le Stream 5 mais sur un périmètre d'opérations plus complexes et en

tenant compte du choix effectué par les teneurs de compte-conservateurs.

Enfin, le paiement s'effectue en espèces ou en titres dans TARGET2-Securities (T2S) et donne lieu à l'émission d'un message de reporting ISO MT566.

Du début de la période d'élection jusqu'au moment du paiement, Euroclear transmettra au centralisateur par l'intermédiaire de l'*Election Breakdown Report (EBR)* les informations qui lui permettront de suivre au jour le jour les instructions des teneurs de compte-conservateurs.

De nouveaux écrans propres à la gestion des opérations sur titres électives seront également disponibles sur l'outil *EasyWay* d'Euroclear.

Contexte du Stream 6

La mise en œuvre du Stream 6 a été reportée suite à la migration du marché français à TARGET2-Securities (T2S). À l'origine, nous avons pensé développer le Stream 6 sur notre système existant *ESES*. Entre-temps, les choses ont évolué et nous avons décidé de le développer sur une nouvelle plateforme d'*asset servicing*, en ligne avec la stratégie du groupe, en choisissant le package de TCS BaNCS qui permet de traiter un périmètre plus large d'opérations sur titres (OST) et d'options et d'être toujours au niveau en matière de norme ISO.

Lorsque nous parlons de ce projet en Euroclear, nous distinguons trois sous-composantes. La première concerne l'adaptation du package de TCS BaNCS dont les développements ont été finalisés. Nous avons déjà reçu le code et nous devons organiser les tests de bout en bout puis analyser et corriger les éventuelles anomalies. Les premiers retours sont tout à fait en ligne avec nos attentes. Les deux autres concernent la conception des écrans *EasyWay* d'une part et d'autre part l'intégration du package dans notre infrastructure existante.

Compte tenu de l'envergure et de la technicité de ce projet, nous avons intensifié le dialogue et la collaboration entre les trois marchés du groupe

avec la création d'un sous-groupe dédié de l'*ESES User Forum (EUF-CSE6)*. Les travaux de ce sous-groupe ont permis de définir les besoins fonctionnels pour arriver à la publication du *Detailed Service Description (DSD)* en décembre 2016.

Sur le même modèle, nous allons probablement mettre en place un groupe de travail pour préparer la phase de tests et la migration. Même si nous avons organisé des sessions de travail spécifiques à la demande d'un marché lorsqu'il s'agissait de sujets propres à celui-ci, faire collaborer nos trois marchés a été assurément bénéfique pour nous.

Planning

La migration aura lieu au mois de mars 2018, à une date qui reste à définir et ce, en fonction du calendrier des mises en production d'Euroclear. Comme dans tout projet, le feu vert sera donné deux semaines avant la date retenue pour la migration.

La période de test commencera une fois la mise en place de la *Release SWIFT* et se poursuivra jusqu'à la migration. Nous avons scindé en deux cette période : la première que nous appelons « *Scripted Testing* » et la seconde « *Connected Testing* ». Pendant la première période, les participants d'Euroclear ne seront pas en contact avec la plateforme de test. Ils nous enverront leurs messages que nous injecterons puis que nous retournerons. Ces tests seront menés avec des participants pilotes pour lesquels nous venons de lancer un appel à candidature. La seconde période débutera à compter de mi-janvier 2018 lorsque la plateforme de test et les écrans *EasyWay* seront disponibles.

Dès le mois de mars 2017, nous allons commencer à partager un certain nombre de messages, tout d'abord sans, puis avec en-têtes techniques pour permettre à nos participants de se familiariser avec la messagerie. Nous avons prévu de transférer ces messages dans l'outil *MyStandards* de SWIFT courant octobre 2017. Pour répondre à la demande de nos trois marchés, nous sommes en train d'examiner la possibilité d'avancer cette date. ■

Les enjeux de l'application des standards européens sur le traitement des OST optionnelles

Olivier Pierre,
Partner, Onepoint

Prochaines étapes

La Place entre maintenant dans une phase de préparation de la migration, avec la réalisation des cahiers de tests de Place, leur exécution, la définition des modalités de migration et la migration elle-même. À ce propos, il est bon de noter que la migration ne s'effectuera pas selon « un processus big-bang », mais par une application progressive des standards aux nouvelles opérations sur titres (OST).

Afin de mieux suivre et piloter les travaux, une surveillance plus rapprochée a été mise en œuvre en augmentant la fréquence des réunions des comités de pilotage tout au long de l'année 2017. Dès le mois de mars des groupes de travail seront constitués pour préparer les cahiers de tests et rédiger les pratiques de marché que la Place devra appliquer. Ces groupes vont se réunir jusqu'au mois de juin 2017 – et au-delà si nécessaire – afin de pouvoir anticiper au mieux cette phase de test qui s'annonce d'ores et déjà contraignante, par l'environnement technique déployé et les conditions d'exécution des tests.

Parallèlement, des actions de communication spécifiques sont mises en œuvre à destination notamment des établissements qui ne sont pas nécessairement au fait des changements qu'implique la mise en œuvre de la seconde phase de la réforme. Ainsi, des présentations sont organisées auprès des représentants des émetteurs, des banques d'investissement et des sociétés

spécialisées dans le montage d'opérations financières et une brochure présentant de manière simplifiée la réforme sera transmise à destination des réseaux bancaires comme cela avait été fait lors de la mise en œuvre de la première phase de la réforme.

Points (encore) ouverts

Deux points restent ouverts à ce jour et font l'objet d'analyses.

Le premier concerne le traitement des dividendes à option où il existe une divergence entre le traitement sur le marché français et les standards internationaux (norme ISO...). Des groupes travaillent actuellement sur ce point pour identifier des solutions et les faire valider par les différentes instances.

Le second concerne les modalités d'annonce des opérations sur titres (OST). Les travaux sont en cours afin d'optimiser le processus d'annonce pour répondre au mieux aux attentes des différents acteurs en matière de délais, de canaux de transmission, de qualité et de complétude des informations.

À court terme...

Dans les semaines à venir, les actions suivantes seront menées :

- validation de la position du marché français concernant le traitement des dividendes à

options avec les marchés de la zone ESES et les instances internationales, et ce pour la fin du premier trimestre 2017 ;

- préparation des tests de Place au cours du premier semestre 2017 en tenant compte de l'expérience de la phase précédente.

En parallèle de ces chantiers, il est nécessaire d'anticiper le changement avant la période de test, au travers de communications adaptées.

En outre, les standards fournissent un cadre générique pour le traitement des opérations sur titres (OST). Au-delà de ce cadre, il existe des pratiques nationales – par exemple sur le traitement des titres nominatifs – qu'il convient de préciser au travers de pratiques de marché à décrire.

Il appartient ensuite à chacun, centralisateurs, teneurs de compte et infrastructures d'adapter ses procédures en interne et de préparer cette transformation. Au-delà d'une adaptation des systèmes d'information, cela passe par la revue des process, des procédures internes et une phase de conduite du changement auprès des équipes en charge de cette activité.

Il est évident que la réussite de ce projet de Place passe avant tout par la communication et l'implication de chacun dans la prise en compte de ces changements. ■

Où en sont nos voisins ?

Pierre Colladon,

Chargé de mission en stratégie pour les infrastructures de marché, Société Générale Securities Services

Dans de nombreuses réunions de travail sur la mise en œuvre des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST) en France, régulièrement revient cette phrase : « d'accord et sur ce sujet où en sont nos voisins ? »

Pour répondre à cette question, il faut tout d'abord prendre une photo à un moment donné. Or, lorsque l'on prend une photographie, l'image qui en résulte peut être très différente en fonction de la compétence du photographe et du rendu qu'il souhaite donner.

Aussi au-delà du simple travail d'analyse qui consiste à déterminer si tel ou tel pays est conforme ou non à un standard donné, il faut comprendre comment sont prises ces photographies. Nous allons donc voir comment on fige une telle image et nous rendre compte déjà qu'il existe deux angles de prise de vue : le premier centré sur le prisme de TARGET2-Securities (T2S) et le second élargi à l'ensemble des marchés membres de l'Espace économique européen (EEE).

Au-delà de cette photo du moment, nous verrons que nous sommes passés d'un monde de la théorie des standards à un monde de pratique et d'expérience de ces standards.

Conforme ou pas ?

Pour savoir si nous sommes conformes ou pas, il faut revenir aux fondamentaux.

En premier lieu il existe une structure de suivi général en Europe. À la base de cette structure se trouvent les *Market Implementation Groups* (MIGs). Ces groupes nationaux ont la responsabilité de mettre en œuvre les standards au niveau de leur propre marché. Ils sont donc à même d'évaluer leur niveau de conformité.

Toutefois, ces groupes locaux sont face à eux-mêmes et peuvent soit surévaluer ou sous-évaluer le degré de conformité de leur marché, soit mal interpréter un standard donné. Aussi,

ces groupes locaux sont en mesure d'échanger avec leurs homologues par deux biais. Le premier consiste à poser des questions au *Corporate Actions Joint Working Group* (CAJWG). Ce groupe est composé d'experts qui sont chargés non seulement de définir et de faire vivre les standards sur le plan européen mais aussi d'apporter des éléments de réponse aux questions soulevées par les MIGs en cas de difficultés d'interprétation de tel ou tel standard. Le second est l'*European Market Implementation Group* (E-MIG), sorte d'assemblée générale des MIGs. C'est l'instance où les différents MIGs se réunissent pour confronter leurs expériences. Cette confrontation permet en fait d'avoir une vision du degré de conformité des différents marchés en vérifiant le bien-fondé de l'état d'avancement qui est fait en matière de mise en œuvre des standards. S'agissant d'une autodiscipline des marchés, les sanctions consistent à désigner et blâmer ceux qui ne sont pas conformes, ce qui n'est jamais confortable mais s'avère au final efficace, dans certains cas.

En second lieu, et plus précisément dans le cadre de TARGET2-Securities (T2S), la mise en œuvre des standards s'inscrit dans une dynamique de projet, même si la plateforme T2S est aujourd'hui opérationnelle. Il faut se souvenir qu'un dépositaire central qui signe le *T2S Framework Agreement* (FA) engage l'ensemble de ses utilisateurs à être conformes aux standards. Au sein des instances de gouvernance de T2S, l'*Harmonisation Steering Group* (HSG) évalue et suit la mise en œuvre de l'ensemble des standards y compris ceux relatifs aux opérations sur titres (OST) dont la déclinaison technique pour une partie d'entre eux, a été traduite dans le cadre de la plateforme T2S par le *Corporate Actions Sub-Group* (CASG). Ce dernier, composé d'experts, supervise prioritairement la mise en œuvre des standards relatifs aux OST sur flux. Là aussi, les sanctions consistent à désigner et blâmer ceux qui ne sont pas conformes aux standards mais dans un cadre plus formel qui s'inscrit sous l'autorité de la Banque Centrale Européenne (BCE).

L'approche TARGET2-Securities (T2S)

La priorité est donnée à l'harmonisation du traitement des opérations sur titres (OST) sur flux. Ces dernières font partie d'un ensemble de normes, dites de priorité 1, c'est-à-dire initialement jugées nécessaires pour garantir la sécurité et l'efficacité du dénouement dans T2S. Au départ, les marchés devaient avoir mis en œuvre l'ensemble des standards recommandés par le *Corporate Actions Sub-Group* (CASG) avant leur migration sur la plateforme T2S. Aujourd'hui, un marché peut migrer même s'il n'a pas mis en œuvre l'ensemble de ces standards sous réserve que cela n'entraîne pas de perturbations jugées critiques pour les autres marchés.

L'état de conformité de chaque marché est évalué selon quatre couleurs :

- rouge : marché non conforme aux standards et n'ayant pas annoncé de plan de mise en œuvre ;
- jaune : marché non conforme aux standards mais ayant annoncé un plan de mise en œuvre ;
- verte : marché n'ayant pas migré mais ayant annoncé qu'il sera conforme aux standards lors de sa migration ;
- bleue : marché parfaitement conforme aux standards.

Une fois qu'un pays a basculé dans T2S, de ces quatre couleurs, seules deux (rouge ou bleue) restent (conforme ou pas donc).

Si l'on se réfère au 7^e rapport d'harmonisation de T2S (*Seventh T2S Harmonisation Progress Report*) de l'*Harmonisation Steering Group* (HSG), paru le 31 janvier 2017, c'est-à-dire avant la migration de la quatrième vague, six des douze marchés qui ont migré sur la plateforme T2S ont un statut bleu⁴. Six marchés conservent leur statut vert⁵ tandis qu'un marché demeure avec un statut jaune⁶. Six marchés ayant migré plus quatre autres ont un statut rouge⁷.

Avec la quatrième vague, trois pays supplémentaires devraient avoir, du moins en théorie, un statut bleu puisque la Slovaquie,

⁴ Belgique (NBB-SSS), Grèce (BOGS), Luxembourg (VP Lux), Malte, Portugal et Suisse.

⁵ Espagne, Estonie, Lettonie, Lituanie, Slovaquie et Slovaquie.

⁶ Finlande.

⁷ Belgique (Euroclear), Danemark, France, Italie, Pays-Bas et Roumanie / Allemagne, Autriche, Hongrie et Luxembourg (LuxCSD).

Où en sont nos voisins ?

et la Hongrie avaient annoncé qu'ils seraient conformes aux standards lors de leur migration.

En ce qui concerne le marché français, nous avons annoncé que nous serions globalement conformes aux standards après la mise en œuvre de Stream 6, soit en mars 2018.

En ce qui concerne les opérations sur titres (OST) sur stock, dites de priorité 2, l'état de conformité est basé sur un pourcentage de mise en œuvre à partir des informations reçues de l'*European Market Implementation Group (E-MIG)* : 0-40 % correspond à un statut rouge, 41-70 % à un statut jaune, 71-99 % un statut vert et totalement en conformité à un statut bleu.

Toujours selon le même rapport, quatre marchés ont un statut rouge (Hongrie, Lituanie, Slovaquie et Slovénie) et trois un statut jaune (Estonie, Finlande et Roumanie). Il faut toutefois relativiser les choses et mettre ce statut en perspective avec les volumes qui sont en cause dans ces différents pays.

Le marché français a un statut vert ce qui signifie que notre seuil de mise en œuvre des standards est relativement élevé.

La vision globale

L'*European Market Implementation Group (E-MIG)* donne une vision plus générale de la mise en œuvre des standards. Dans l'approche du E-MIG, seules trois couleurs ont été retenues cor-

respondant aux statuts suivants : non-conformité totale (rouge), en cours de mise en œuvre (jaune) et conforme (vert). Fin novembre 2016, seules l'Italie et la Suisse étaient déclarés conformes. La majeure partie des autres pays étaient en cours d'implémentation avec des points de non-conformité. Il existe cependant certains pays qui ne sont pas suivis, soit parce qu'ils sont hors périmètre géographique (par exemple : la Russie), soit parce qu'ils n'ont fait état d'aucun reporting. À titre d'exemple, le Portugal ayant migré sur la plateforme T2S considérait être conforme et donc, ne plus avoir à fournir de reporting.

Toutefois, l'appréciation des points de non-conformité doit être réalisée avec une mise en perspective. Par exemple, en France, l'un des points de conformité est l'absence de narratif en deux langues (français et anglais) dans certains messages d'annonce des opérations sur titres. Nous considérons donc que la France est non conforme à ce standard. Cette approche stricte n'est pas nécessairement prise par tous les pays. Ceci constitue donc une source de divergence d'approche.

Perspectives

En 2009, les standards ont été définis de façon théorique. Aujourd'hui, nous sommes confrontés à l'application de ces standards. Nous pouvons donc en saisir concrètement les avantages et les limites. Toutefois, nous devons aussi garder l'esprit de ces standards. À l'origine, il s'agissait de mettre en place des règles d'autodiscipline

de l'industrie pour éviter un règlement européen ou une directive trop stricte. Pourquoi ? Parce que nous ne sommes pas à l'abri d'avoir recours demain à une opération spécifique qui ne corresponde pas aux standards mais qui répondra aux besoins du marché.

Le rôle des *Market Implementation Groups (MIGs)* doit dorénavant évoluer. Si aujourd'hui, les MIGs sont responsables de la mise en œuvre et du suivi des standards, ils doivent, à notre sens, évoluer demain pour détecter les anomalies entre les différents marchés et expliquer les exceptions qu'ils constatent sur leurs propres marchés.

Enfin, nous ne pouvons pas ignorer un événement majeur survenu il y a quelques mois, le Brexit. Nous aurons à nous interroger sur les incidences que pourrait avoir la sortie du marché britannique qui s'était engagé à mettre en œuvre les standards et avec lequel nous allons devoir continuer à travailler. ■

Les acteurs, leurs attentes et recommandations

Table ronde animée par **Sylvie Vernet Gruot**, *Public Affairs, CACEIS*

Avec :

Michel Degryse, *Senior officer, Division Infrastructures de marché, Autorité des marchés financiers (AMF)*

Isabelle Trémeau, *Secrétaire générale, Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA)*

Sandra Aboutboul, *ESES product manager, Euroclear*

Franck Michot, *Responsable Opérations sur titres, BNP Paribas Securities Services*

David Pasquale, *Responsable Opérations Centralisées, CACEIS Corporate Trust*

Mourad Khirat, *Responsable relations de Place et Veille réglementaire, Natixis*

Sylvie Vernet Gruot : La transposition des standards européens relatifs aux opérations sur titres (OST) constitue un projet de longue haleine dont la deuxième phase importante pour le marché français – la mise en œuvre du Stream 6 relatif aux opérations sur titres dites « électives » – est planifiée pour mars 2018. Nous avons déjà fait preuve de beaucoup d'énergie et d'engagement mais nous devons poursuivre nos efforts compte tenu des changements importants et profonds qui nous attendent.

Pour débiter cette table ronde, la première question s'adresse à notre régulateur qui nous accompagne et nous apporte son soutien depuis le début de ce projet. Quelle appréciation porte l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur la mise en œuvre de ce projet dans un contexte où nous allons devoir être à la hauteur des enjeux européens puisque ces changements vont nous permettre d'être ouverts sur l'Europe tout en maintenant un fonctionnement optimum de notre marché puisqu'il faut également que notre écosystème continue à répondre aux besoins de nos émetteurs et de nos investisseurs ?

Michel Degryse : C'est un rôle intéressé parce que l'Autorité des marchés financiers (AMF) établit des règles qui doivent être réalistes et applicables. Nous avons une volonté affirmée d'avancer sur le plan européen mais l'harmonisation en soi n'est pas un objectif qui se suffit à lui-même.

Au travers de ce projet, l'AMF s'intéresse à la qualité d'exécution de la part des professionnels parce que la protection des investisseurs et l'information correcte et transparente de ces derniers sont au cœur de nos préoccupations.

En matière d'opérations sur titres (OST), les acteurs doivent scrupuleusement respecter un calendrier avec des échéances claires de façon à garantir que

tous les détenteurs de titres puissent exercer leurs droits en toute connaissance de cause.

L'harmonisation présente par ailleurs un avantage en ce sens que nous allons disposer de règles communes en Europe, permettant à terme aux investisseurs nationaux de mieux comprendre la façon dont les opérations sur titres (OST) vont se dérouler dans d'autres pays.

TARGET2-securities (T2S) permet une plus grande ouverture avec l'élimination des différences entre le règlement/livraison domestique et le règlement/livraison transfrontière. Aujourd'hui, nous allons devoir traiter les titres européens aussi bien, voire mieux, que les titres domestiques.

Nous ne sommes plus dans un environnement domestique tel que nous le connaissions jusqu'à présent mais dans un environnement où les acteurs français sont en concurrence avec leurs homologues européens. Dans ce nouvel environnement, la qualité d'exécution devient un facteur de compétitivité qui sera mesuré à l'échelon européen.

L'harmonisation permet certes de faciliter les échanges transfrontières mais elle facilite également la comparaison entre les différents acteurs. Dans ce cadre, il faut rester vigilant sur la qualité d'exécution. C'est là tout l'objectif de l'automatisation.

Nous nous intéressons également à la qualité de l'information. Nous sommes aujourd'hui dans une chaîne longue qui regroupe de multiples intervenants dont certains ne comprennent pas toujours les contraintes opérationnelles.

Les fonctions back et middle office ont une importance vitale parce que les délais de toutes les opérations ont été réduits. Il est nécessaire de respecter ces délais. L'absence de couverture

d'une opération en temps et en heure entraîne des contraintes qui sont plus importantes. Il faut donc attirer l'attention des émetteurs sur les contraintes opérationnelles auxquelles la chaîne du post-marché doit faire face en matière de respect de calendrier et de délais pour rendre le processus plus serein et au final, que tout se passe bien.

Sylvie Vernet Gruot : Au niveau de la Place de Paris, nous avons également la chance d'avoir avec nous des représentants des émetteurs ce qui étonne toujours nos collègues des autres Places où les discussions entre l'industrie et les émetteurs semblent assez difficiles, voire parfois inexistantes. Pour ce qui nous concerne, en effet, vous avez toujours été à nos côtés pour étudier les évolutions européennes, leurs conséquences. Nous savons que l'implication des émetteurs dans la mise en place des nouvelles règles du jeu sera essentielle, notamment par le biais de l'annonce des opérations sur titres (OST). De votre côté, comment percevez-vous ce projet et quelles sont vos attentes ?

Isabelle Trémeau : L'AFTI a toujours pris soin d'associer l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) et les émetteurs qu'elle représente aux travaux de la Place de Paris, ce qui mérite d'autant plus d'être souligné qu'une telle démarche est effectivement rare sur les autres Places européennes.

Quelles sont les attentes des émetteurs ? Nos adhérents attendent d'abord que la mise en œuvre de ces évolutions techniques conduise à des processus qui soient parfaitement sécurisés, ensuite que les résultats des opérations soit connus selon le calendrier annoncé.

Si ce projet a plutôt été bien accueilli, il a cependant fait naître quelques interrogations qui

Table ronde - Les acteurs, leurs attentes et recommandations

sont en train d'être examinées. Les émetteurs attachent en effet une grande importance au fait de pouvoir continuer à réaliser leurs opérations selon les modalités dont ils ont l'habitude, sans que ces dernières soient remises en cause par la mise en œuvre des standards ou le recours à la norme ISO. Or certaines opérations, comme le paiement du dividende en actions, peuvent à cet égard soulever quelques difficultés.

Ce sont les deux points importants pour les émetteurs : sécurisation des processus et possibilité de continuer à réaliser les opérations auxquelles ils ont l'habitude de recourir.

Sylvie Vernet Gruot : Au côté de l'émetteur, le centralisateur est « à la manœuvre » en tant que mandataire dans un cadre totalement modifié pour la réalisation et le suivi de ses opérations sur titres (OST). C'est un grand défi, notamment du fait de la suppression du délai de centralisation et du recours à des messages ISO qui se substituent en grande partie aux échanges actuels entre teneur de compte et centralisateur. Quels sont les principaux changements et les évolutions induits par la mise en œuvre du Stream 6 et comment anticipez-vous ces évolutions ?

David Pasquale : Le rôle du centralisateur change avec la mise en œuvre du Stream 6 puisqu'il n'y aura plus de communication directe entre les teneurs de compte et celui-ci. Mais le rôle du centralisateur reste primordial puisqu'il continuera à contrôler le bon dénouement des opérations sur titres (OST) au niveau de la Place.

Outre ce rôle de contrôle sur les opérations au travers de l'utilisation de l'*Election Breakdown Report (EBR)*, le centralisateur verra également son rôle accru dans l'information et la communication qu'il assurera sur les opérations en particulier pour celles ne répondant pas strictement aux règles des standards. De plus la communication restreinte avec les teneurs de compte augmentera également la responsabilité du centralisateur dans l'élaboration du *Corporate Actions form (CA form)*.

Nous comptons aussi renforcer notre rôle de conseil auprès des émetteurs pour répondre à leur imagination assez fertile dans le montage des opérations, tout en respectant les stan-

dards afin de pouvoir bénéficier des avantages en matière d'automatisation et d'industrialisation apportés par la mise en œuvre du Stream 6. Cette automatisation dont bénéficieront les teneurs de compte-conservateurs nécessitera côté centralisateurs un surcroît d'activité, du fait de la multiplication des *CA Forms* à fournir dans un mode de communication standardisé.

La suppression de la période de centralisation va engendrer quelques difficultés opérationnelles pour les teneurs de compte mais aussi pour un établissement comme le nôtre qui est également teneur de registre. Aujourd'hui, la période d'exercice des droits nous permet de recevoir et de traiter les réponses de nos clients investisseurs et la période de centralisation nous permet de nous ajuster et de transmettre nos instructions auprès du centralisateur.

Sylvie Vernet Gruot : C'est un profond changement rétrospectivement ?

David Pasquale : Avec la mise en œuvre du Stream 6 et la suppression de cette période de centralisation, la question se pose sur les outils que nous allons devoir mettre en place pour communiquer avec nos clients investisseurs pour que leurs réponses nous parviennent dans le délai imparti pour l'opération et notamment avec nos clients particuliers pour lesquels le courrier est encore largement utilisé.

Sylvie Vernet Gruot : C'est un grand défi. La plateforme mise à la disposition du centralisateur par le dépositaire central devient le pilier du nouveau dispositif par le biais notamment de l'*Election Breakdown Report (EBR)* à l'aide duquel le centralisateur pilotera l'opération sur titres (OST). Côté teneurs de compte, quels bénéfices pourront-ils tirer de cette harmonisation des processus ?

Sandra Aboutboul : La mise en œuvre du Stream 6 implique effectivement un nouveau mode de fonctionnement pour les teneurs de compte, les centralisateurs et le dépositaire central avec une modification de leur rôle respectif.

Aujourd'hui, Euroclear met déjà à la disposition des centralisateurs un *Election Breakdown Report (EBR)*. Ce dernier va être amélioré et enrichi pour s'adapter aux évolutions attendues dans le cadre de la mise en œuvre du Stream 6. Il va devenir un outil essentiel pour les centralisateurs qui pourront suivre de façon journalière l'évolution des instructions reçues de la part des teneurs de compte pendant toute la période d'élection et même au-delà, mais aussi anticiper le produit, en titres ou en espèces, issu de l'opération sur titre (OST), en se basant sur les calculs effectués par Euroclear.

De nouveaux écrans seront disponibles pour la gestion des opérations sur titres (OST) électives sur l'outil *EasyWay* d'Euroclear. Ils permettront aux teneurs de compte de consulter les détails liés à l'opération. Ils permettront aussi à ceux d'entre eux qui n'utiliseront pas la messagerie ISO, de saisir leurs instructions et de suivre le statut de ces dernières. Un tableau de bord permettra enfin aux teneurs de compte d'être alertés sur les opérations à venir dans les cinq jours, réduisant ainsi le risque de manquer une date limite.

De notre point de vue, la mise en œuvre du Stream 6 va apporter des bénéfices en matière d'harmonisation, de standardisation et d'optimisation, des nouvelles fonctionnalités mais aussi une couverture d'événements annoncés et traités plus large qu'aujourd'hui, ce qui devrait aussi satisfaire le régulateur et les émetteurs.

Sylvie Vernet Gruot : Certains points restent cependant à préciser en ce qui concerne l'*Election Breakdown Report (EBR)*.

David Pasquale : Nous travaillons sur ces points. L'*EBR* est un outil mis à la disposition des centralisateurs mais encore faut-il que l'ensemble des acteurs « jouent pleinement le jeu », c'est-à-dire que les teneurs de compte transmettent leurs instructions au fil de l'eau pendant la période d'élection afin que nous puissions suivre le déroulement et avoir une vision précise de l'opération.

Afin que le processus puisse être sans risque, il conviendra que le centralisateur développe de son côté un outil permettant de rappro-

Table ronde - Les acteurs, leurs attentes et recommandations

cher l'EBR de ses propres tableaux de calculs. Ce développement s'avérera particulièrement nécessaire pour les opérations d'augmentation de capital avec droits préférentiels de souscription où des réductibles devront être calculées par le centralisateur et réintégrées dans l'EBR pour qu'Euroclear puisse effectuer sa répartition. Ce sera également le cas, dans les opérations d'offre d'achat ou d'échanges, lorsqu'une proratisation des produits à délivrer sera nécessaire. Ces deux types d'opération faisant entrer en compte une grande quantité de réponses dans un laps de temps assez court, il conviendra que le centralisateur puisse rapprocher les dépôts des teneurs de compte en minimisant le risque d'erreur qu'un traitement manuel pourrait engendrer.

Dans le cadre des opérations sans date de centralisation fixe (dites ONGO), le centralisateur devra multiplier les *Corporate Actions forms (CA forms)* afin de coller à chaque période de la vie du titre. Ce processus ne pourra être que manuel, les titres supports étant soumis aux aléas de leur sous-jacent. Le centralisateur devra donc être particulièrement attentif au suivi de ces différentes étapes.

Sylvie Vernet Gruot: C'est une excellente transition pour donner la parole aux teneurs de compte. Quelle vision avons-nous de ce projet du point de vue d'un teneur de compte agissant pour le compte de clients « retail » ? Quels en sont les avantages et les bénéfices ?

Mourad Khirat: Notre vision est que ce sujet peut paraître un peu éloigné des préoccupations des teneurs de compte-conservateurs (TCC) agissant pour le compte de clients « retail » lorsque ceux-ci ne sont pas directement impliqués dans les travaux préparatoires. Leurs préoccupations sont aujourd'hui la directive MIF 2, la directive sur la distribution d'assurances (DDA), le règlement PRIIPs, etc., des préoccupations qui par ailleurs grèvent très fortement leurs budgets 2017-2018. Mais, il n'en demeure pas moins que la mise en œuvre du Stream 6 n'est pas une option et qu'elle aura des impacts à tous les niveaux de la chaîne de valeur. Les TCC doivent donc s'en préoccuper.

Quant aux avantages et aux bénéfices attendus, la mise en œuvre du Stream 6 doit se traduire par un plus grand confort opérationnel pour les

équipes back et middle office. D'ores et déjà, nous pouvons anticiper des adaptations en matière d'organisation opérationnelle sachant que les coûts sont déterminants dans notre industrie et que ceux-ci ne peuvent pas être plus élevés qu'aujourd'hui.

Même si l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) s'est déjà prononcé sur le sujet, il est important de rappeler que nous devons prendre en compte les impacts des changements sur nos clients et que, par conséquent, la mise en œuvre des standards ne peut pas se traduire par une quelconque régression. Cette mise en œuvre apporte certes des fonctionnalités nouvelles mais il existe des spécificités du marché français qu'il faudra s'efforcer de préserver, notamment le dividende optionnel (DVOP) à la française, qui a fait couler beaucoup d'encre. Il serait en effet dommage que nos clients ne puissent plus souscrire leur titre supplémentaire comme ils en ont l'habitude aujourd'hui.

Sylvie Vernet Gruot: Un des défis consiste à nous mettre en ordre de marche pour toucher les investisseurs étrangers tout en gardant des solutions qui nous permettent de satisfaire les émetteurs et les actionnaires français, mais nous pouvons compter sur notre capacité d'adaptation pour trouver ces solutions. Qu'en est-il du côté d'un Global custodian pour lequel cette ouverture sur l'Europe est très attendue ?

Franck Michot: BNP Paribas Securities Services est effectivement un acteur global et l'efficacité de notre modèle repose en partie sur les bénéfices que nous pouvons tirer de nos processus industriels. L'harmonisation des opérations sur titres (OST) en Europe impose des efforts et des investissements considérables à l'ensemble des acteurs mais, au bout du compte, il est important pour nous de retenir que ceci représente aussi une évolution extrêmement structurante dans le sens où cette harmonisation va également nous aider à rationaliser nos processus industriels. Elle va nous aider à rationaliser non seulement nos processus industriels mais aussi nos organisations opérationnelles avec, par exemple, la mise en place d'une équipe centrale et le maintien d'équipes locales composées d'experts pour continuer à gérer toutes les spécificités domestiques.

Nous ne sommes pas les seuls à rêver d'un monde idéal. Comme la majeure partie des teneurs de compte, nous rêvons d'un processus de traitement des opérations sur titres (OST) entièrement automatisé où nous n'aurions plus à supporter la charge et surtout le risque liés à la réception des informations de différentes sources – la majeure partie du temps, dans des formats libres – et où nous n'aurions plus ensuite à transmettre nos instructions aux émetteurs via des canaux qui ne sont pas interfacés. La mise en œuvre du Stream 6 va apporter très précisément cette dernière pierre qui manque à l'édifice et constitue donc pour nous une étape extrêmement importante.

De notre point de vue, deux éléments très importants sont à retenir. Le premier est que la mise en œuvre du Stream 6 va apporter cette connectique pour les teneurs de compte et leur permettre de transmettre les instructions d'investissement qui leur sont données, à l'aide des messages MT565 du dépositaire central. Le second est l'implémentation d'un mécanisme de protection de l'acheteur (*buyer protection*).

Ce qui est intéressant d'observer ici, c'est que, contrairement à la mise en œuvre du Stream 5 et à la migration à TARGET2-Securities (T2S) qui ont nécessité de très lourds investissements et des changements techniques considérables chez les teneurs de compte mais aussi chez l'ensemble des acteurs de la chaîne, la mise en œuvre du Stream 6 – en tout cas pour les acteurs globaux que nous sommes et qui avons déjà implémenté les messages ISO dans la majeure partie de nos systèmes – va davantage nous amener à revoir nos organisations opérationnelles.

C'est aussi une formidable opportunité de pouvoir améliorer notre offre de service en matière d'opérations sur titres (OST). Le mécanisme de protection de l'acheteur (*buyer protection*) est un élément nouveau que chacun va devoir implémenter dans ses processus opérationnels et ce d'autant plus, qu'au niveau du marché, ce mécanisme va rester extrêmement manuel. C'est probablement un domaine dans lequel les prestataires vont pouvoir fournir à leurs clients davantage de support pour leur permettre de suivre de manière plus efficace ces nouvelles instructions. Être un acteur global présente effectivement un avantage clair puisque nous avons déjà implémenté ce mécanisme dans les

Table ronde - Les acteurs, leurs attentes et recommandations

marchés où il a été mis en œuvre (comme c'est le cas, par exemple, en Italie).

Les délais de réponse vont également être très concernés par la mise en œuvre du Stream 6. Il est évident que la suppression de la période de centralisation et l'introduction de la *Custodian deadline* vont être des grandes nouveautés pour le marché français. Dans l'environnement compétitif dans lequel nous sommes, il va de soi que nous allons tous chercher à proposer à nos clients une *Custodian deadline* la plus proche possible de la date de fin d'opération (*Market deadline*). Nous devons admettre qu'il s'agit ici d'une question d'heure(s) comme nous le demandent aujourd'hui très clairement nos clients institutionnels. Tout ce qui sera fait en matière de changements opérationnels sera très structurant pour les teneurs de compte, notamment à travers l'utilisation des nouveaux messages MT565 pour permettre de traiter beaucoup plus rapidement ces instructions, voire potentiellement les traiter au fil de l'eau.

Les modalités d'annonce des opérations sur titres (OST) peuvent également soulever quelques points intéressants. La diffusion des messages d'annonces par le dépositaire central est un sujet très attendu pour un *Global custodian* comme nous, puisqu'il répond parfaitement à la rationalisation de nos processus mais devient également un sujet très sensible. La qualité des informations et le moment où elles vont être transmises, vont devenir extrêmement structurants. Par exemple, selon les standards, les messages doivent permettre de véhiculer tout au long de la chaîne des intervenants l'ensemble des options annoncées par l'émetteur pour une même opération, en respectant l'ordonnement et la numération prévus par celui-ci. Ceci rend donc les teneurs de compte dépendants de la réception de ces messages en temps et en heure, et ce d'autant plus que cet ordonnancement des options devra être scrupuleusement respecté pour instruire le dépositaire central des instructions qui leur auront été adressées. C'est pour nous un point d'attention particulier qui rend ce processus particulièrement critique d'autant plus que nous savons qu'il reste du chemin à faire dans ce domaine pour aboutir à une situation qui soit tout à fait satisfaisante. En matière de gestion des annonces, nous avons pu également constater que les messages émis par les dépositaires européens n'étaient pas encore totalement standardisés. Ceci représente un

challenge opérationnel important. Des initiatives de Swift dans ce domaine apparaissent comme particulièrement intéressantes et devraient permettre de progresser rapidement.

La communication des informations en anglais, en plus du français, constitue l'un des derniers efforts à entreprendre par la Place pour conclure ce chantier d'implémentation des standards. Ce point soulève des questions de responsabilité pour les différents acteurs de la chaîne que sont les dépositaires centraux, les agents des émetteurs, les originateurs, etc. mais il permet pour les teneurs de compte qui gèrent une clientèle institutionnelle étrangère, un gain de temps considérable.

Sylvie Vernet Gruot : À côté de tous les travaux techniques dont la préparation des jeux de tests qui restent à mener dans les mois à venir, la conduite du changement demeure fondamentale. Il faut en effet insister sur l'importance de cette conduite du changement à organiser tout au long de 2017 et en 2018 pour ce qui concerne le raccourcissement des délais notamment. Nous devons rédiger les pratiques de marché que nous allons devoir appliquer concrètement car disposer de systèmes d'information est une bonne chose, certes, mais savoir de façon détaillée comment nous allons travailler ensemble est extrêmement important. Ces travaux seront menés en parallèle de nos actions de communication.

Quelques conseils ou quelques recommandations de la part de ceux qui se sont déjà beaucoup investis dans ce projet et qui continuent à l'être pour terminer, à l'attention notamment de ceux qui n'ont pas encore directement participé aux travaux de la Place ?

David Pasquale : Nous pouvons tout d'abord tirer les enseignements et bénéficier de l'expérience de la mise en œuvre du Stream 5. Ce qui peut parfois poser problème dans la mise en œuvre des nouveaux standards, ce sont les changements de calendrier. Il est donc essentiel de bien informer l'ensemble des acteurs de ces changements, en particulier la suppression de la période de centralisation lors la mise en œuvre du Stream 6, qui va impacter l'organisation des back-offices de ces derniers. Il est très important d'anticiper et d'accompagner ces changements.

Sylvie Vernet Gruot : Un point d'attention de la part du régulateur un an avant le lancement du Stream 6 ?

Michel Degryse : Le faible nombre de représentants des émetteurs et des banques d'investissement aujourd'hui démontre que la communication à leur intention doit être renforcée. Cette communication est essentielle car ce sont les émetteurs français et étrangers qui sont à l'origine des opérations sur titres (OST). Or, la réussite de toute démarche de conduite de changement, et c'est le cas pour l'harmonisation des opérations sur titres, repose sur une communication adaptée à l'ensemble des acteurs concernés.

Isabelle Trémeau : En matière de communication, nous avons notamment prévu de relayer les informations de l'AFTI auprès de nos adhérents émetteurs, et cela afin d'insister en particulier sur deux points – les nouveaux calendriers et l'importance de l'annonce des opérations sur titres (OST) – dans lesquels ils vont être particulièrement impliqués.

Sylvie Vernet Gruot : L'AFTI organise des rendez-vous réguliers avec des représentants d'émetteurs comme avec des banques d'investissement et des sociétés spécialisées dans le montage d'opérations financières. Une prochaine réunion doit notamment se tenir prochainement avec ces dernières pour rappeler les règles mises en place lors du Stream 5 puisqu'Euronext a attiré notre attention sur le fait qu'il y avait parfois certains projets d'opérations sur lesquels des discussions avaient lieu lorsqu'il s'agissait d'en finaliser les modalités, et bien sûr faire un point d'avancement sur les nouveautés du Stream 6.

Comme nous l'avons fait lors de la mise en œuvre du Stream 5, nous allons mettre à la disposition de l'ensemble des acteurs un document de présentation du Stream 6 qu'ils pourront, s'ils le souhaitent, intégrer dans leur plan de communication interne et externe.

Sandra Aboutboul : Tant pour les membres de la Place qui ont été impliqués dans le projet que ceux qui ont suivi ce dossier de façon plus lointaine, Euroclear recommande également

Table ronde - Les acteurs, leurs attentes et recommandations

de lire son *Detailed Service Description (DSD)* relatif à la mise en œuvre du Stream 6 qui a été publié en décembre 2016 ainsi que de se référer aux supports qui seront disponibles à partir de mars 2017, incluant des exemples de messages ISO, d'*Election Breakdown report (EBR)*, etc. ainsi qu'aux différents guides d'utilisation.

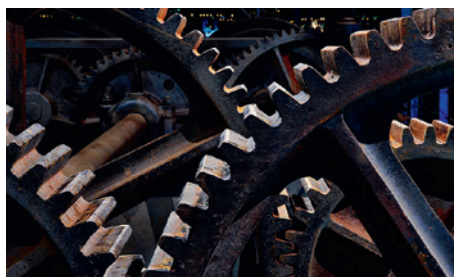
Sylvie Vernet Guot: Un dernier point de la part des teneurs de compte ?

Mourad Khirat: Il faut sensibiliser l'ensemble des teneurs de compte-conservateurs et pas seulement ceux que nous avons en portefeuille. Comme prestataire de services, nous avons un

travail d'explication auprès de ces derniers sur ce que nous allons prendre en charge et ce qu'ils devront mettre en place. Nous devons d'ores et déjà accompagner cette conduite du changement et dans ce contexte, rappeler que la directive MIF 2 est certes un chantier important mais que la mise en œuvre des standards européens en matière d'opérations sur titres (OST) est un sujet dont ils vont devoir se saisir.

Franck Michot: La conduite du changement va être très structurante notamment pour tout ce qui touche aux processus opérationnels car, une fois encore, la mise en œuvre du Stream 6 va impacter des processus opérationnels très critiques. En revanche, les changements tech-

niques sont mineurs pour les teneurs de compte institutionnels que nous sommes. C'est un peu la bonne nouvelle puisque nous devrions être soulagés lors de la phase de tests contrairement à ce qui a pu être le cas lors du Stream précédent, pour autant la communication à destination des clients demeure essentielle comme dans tout projet de cette envergure. ■



Spécial Petit-Déjeuner

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 2428-0798

Directeur de Publication : Éric Dérobert

Rédacteur en chef : Éric Dérobert

Rédaction : Bruno Douvry

Réalisation : Café Noir

Photo : détail de « Modern Times » de Germain Plouvier, en partenariat artistique avec l'AFTI.

Les supports de présentation sont disponibles sur www.afti.asso.fr

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01 - Fax : 01 48 00 50 48