

Etude relative à l'harmonisation des dates de réorganisation des titres
Synthèse Finale

AFTI

SOMMAIRE

1	INTRODUCTION	4
1.1	CONTEXTE	4
1.2	OBJECTIFS	4
1.3	PLAN	4
1.4	METHODOLOGIE	5
1.5	PERIMETRE	6
2	DEFINITIONS	6
2.1	OPERATIONS DE REORGANISATION	6
2.2	REORGANISATIONS SIMPLES ET REORGANISATIONS COMPLEXES	6
2.3	PRINCIPALES DATES	7
2.4	PRINCIPE DE LA BUYER PROTECTION	8
3	PROCESSUS	8
3.1	REORGANISATIONS SIMPLES	8
3.2	REORGANISATIONS COMPLEXES	9
3.2.1	REORGANISATIONS VOLONTAIRES	9
3.2.2	REORGANISATION OBLIGATOIRE AVEC OPTION	11
4	IMPACTS	12
4.1	IT ET PROCESSUS	12
4.1.2	SPECIFICITES DES OPA	13
4.1.3	TRANSFERTS DE TITRES	13
4.1.4	PRET/EMPRUNT	14
4.1.5	INDEMNISATION DES ROMPUS	14
4.2	CALENDRIER	15
4.2.1	PERIODE D'ANNONCE	15
4.2.2	ANNONCE DES RESULTATS	15
4.2.3	PAYMENT DATE	15

4.3	IMPACTS FISCAUX ET LEGAUX	16
4.3.1	TRANSPARENCE DE L'INFORMATION	16
4.3.2	IMPACTS FISCAUX	16
4.4	DEFINITION DES BORNES DE LA PERIODE D'OPTION ET DE NEGOCIATION DES DROITS	16
4.4.1	PROBLEMATIQUE	16
4.4.2	DEBUT DE LA PERIODE D'OPTION / DE NEGOCIATION DES DROITS	17
4.4.3	FIN DE LA PERIODE D'OPTION / DE NEGOCIATION DES DROITS	18
5	SYNTHESE FINALE	19
5.1	CONCLUSION DE L'ETUDE	19
5.2	POINTS CLES	19
5.3	ETAPES SUIVANTES	20
6	ANNEXES	21
6.1	COMPOSITION DE GROUPES DE TRAVAIL	21
6.2	CALENDRIER DES REUNIONS	22
6.3	TABLEAU EUROCLEAR DE MATCHING DES OST	23
6.4	DEFINITIONS DES PRINCIPAUX TERMES DES STANDARDS CAJWG	24
6.5	OST DE REORGANISATION : STANDARDS CAJWG	25
6.5.1	MARKET STANDARDS FOR MANDATORY REORGANISATIONS WITH OPTIONS	25
6.5.2	MARKET STANDARDS FOR MANDATORY REORGANISATIONS	27
6.5.3	MARKET STANDARDS FOR VOLUNTARY REORGANISATIONS	28

1 Introduction

1.1 Contexte

Le second rapport Giovanni définit les quinze barrières conditionnant la création d'un marché unique du post trade en Europe et précise si la suppression de chacune de ces barrières relève d'un acteur public ou privé.

L'une d'entre elles, la « barrière trois », traite de l'harmonisation du traitement des opérations sur titres et a été placée sous la responsabilité du secteur privé.

Le secteur privé s'est donc attaqué à la suppression de cette barrière trois et, dans cet objectif, a mis en place le *Corporate Actions Joint Working Group* (« CAJWG ») réunissant un large panel d'acteurs du post trade afin de définir les pratiques harmonisées à mettre en place au niveau européen. Le travail du CAJWG a permis de rédiger des standards définissant les dates de référence des opérations sur titres et leur ordonnancement.

En France, les standards proposés par le CAJWG ont été étudiés en deux parties :

- L'ordonnancement des dates de distribution qui a fait l'objet d'un cahier des charges de place rédigé par l'AFTI et le CFONB aujourd'hui finalisé.
- L'ordonnancement des dates de réorganisation qui est l'objet de cette étude.

1.2 Objectifs

Les principaux objectifs de cette étude sont de :

Décrire les grands principes de modification des procédures de place induites par la mise en œuvre de standards européens.

Décrire l'application concrète des standards envisagée sur le marché français

Identifier les principaux impacts et décrire les solutions pour contourner les obstacles identifiés.

Définir le travail restant à mener avant de pouvoir appliquer ces standards aux opérations de réorganisation

1.3 Plan

Ce document propose tout d'abord de définir l'ensemble des termes utilisés dans les standards afin de décrire l'ordonnancement prévu pour les opérations de réorganisation. L'étude détaillera ensuite l'application concrète des standards qui est proposée sur le marché français et décrira les différents impacts relevés.

1.4 Méthodologie

La méthodologie employée est identique à celle utilisée pour l'étude consacrée à l'harmonisation des dates de distribution et repose sur un découpage des sujets par groupes de travail. Ce fonctionnement a permis de réunir des experts métiers autour d'un sujet précis et de limiter ainsi la sollicitation de l'ensemble des interlocuteurs.

Trois groupes de travail Métier ont été formés et se sont réunis au cours des deux ateliers. Les groupes de travail « Métier » étaient les suivants : *Emetteurs*, *Conservation* et *Legal*, la composition de chacun de ces groupes de travail est indiquée en annexe.

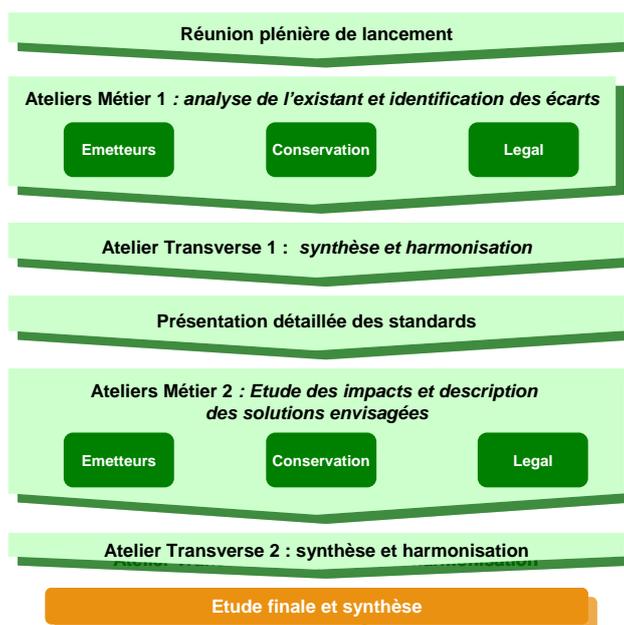
Un groupe de travail *Transverse* a également été constitué : ce groupe avait pour rôle de se réunir entre les ateliers Métier afin de veiller à l'harmonisation des travaux et au partage des résultats.

Chaque groupe de travail s'est tout d'abord réuni au cours d'un premier atelier afin d'identifier les principales différences entre les processus actuels et les processus proposés par les standards CAJWG. Ce premier atelier a également été l'occasion de relever les points restant à clarifier dans l'interprétation des standards.

A l'issue de ces trois premiers ateliers, un atelier transverse a permis d'échanger sur les premiers éléments relevés, un atelier spécifique relatif à l'interprétation des standards a ensuite été organisé afin de s'assurer de la compréhension commune des processus proposés par le CAJWG.

Enfin, trois ateliers Métier et un atelier transverse ont permis de détailler les impacts identifiés lors des premiers ateliers.

L'enchaînement des différents ateliers est représenté par le schéma suivant :



1.5 Périmètre

Le périmètre pris en compte pour cette étude est identique au périmètre de l'étude menée sur les OST de distribution à savoir les valeurs de droit français, admises chez un dépositaire européen.

Sont exclus :

- Les valeurs non négociées sur NYSE Euronext Paris et détenues sur une autre place que Paris
- Les produits de taux cotés en pourcentage du nominal
- Les OPCVM (à l'exception des trackers)
- Les produits dérivés
- Les augmentations de capital sans DPS

2 Définitions

2.1 Opérations de réorganisation

La typologie définie par les standards CAJWG distingue deux types d'opérations sur titres : les opérations de distribution et les opérations de réorganisation.

Une distribution est une opération par laquelle un émetteur distribue un produit (espèce, détachement de droits, détachement de titres) au détenteur du titre concerné sans que ce dernier n'en soit affecté (sans changement de code ISIN). Les impacts des standards sur les opérations de distribution CAJWG ont déjà fait l'objet d'une étude.

Une réorganisation est une opération au cours de laquelle le titre concerné est remplacé (changement de code ISIN ou suppression de ce dernier) : c'est sur cette catégorie d'opérations que se focalise cette étude.

2.2 Réorganisations simples et réorganisations complexes

La Typologie Euroclear distingue deux types de réorganisations : les réorganisations simples et les réorganisations complexes.

Les réorganisations simples sont des réorganisations obligatoires (*Mandatory Reorganisation*) qui **impactent d'office le titre concerné, sans choix du porteur**.

Au contraire, les réorganisations complexes **offrent un choix au porteur** et se scindent à nouveau en deux catégories :

- Les réorganisations volontaires (*Voluntary Reorganisation*) sont les réorganisations qui offrent un choix au porteur et nécessitent une action de sa part. En l'absence de réponse, il n'y a donc aucun changement.
- Les réorganisations obligatoires avec option (*Mandatory Reorganisations with Option*) sont les réorganisations qui offrent un choix au porteur et prévoient une action par défaut.

2.3 Principales dates

Les standards CAJWG proposent un processus harmonisé pour les OST de réorganisation et définissent l'articulation des dates clés de ce processus. Les définitions proposées ci-dessous sont des adaptations des concepts CAJWG au marché français.

- L'*Announcement by Issuer* correspond à l'annonce, via les moyens électroniques standards, de l'OST avec tous ses détails (dates clés, ancien ISIN, nouvel ISIN, ratio (s'il y en a)) auprès de l'Issuer CSD.

- L'*Ex Date* est la date à partir de laquelle le titre sur lequel porte l'OST est négociable ex droit (c'est-à-dire sans que l'acheteur puisse prétendre recevoir le droit de participer à l'OST).

- La *Record Date* est la date à laquelle les positions sont arrêtées dans les livres du dépositaire de l'émetteur (et par voie de conséquence dans les livres des différents intermédiaires), en fin de journée, pour définir les ayants droits au produit d'une OST.

- La *Start of Election Period* est le début de la période de souscription/option durant laquelle les choix ou options proposés dans le cadre de l'OST peuvent être effectués.

- La *Guaranteed Participation Date* est la date du dernier jour permettant l'achat des droits ou titres permettant de participer à une OST optionnelle.

- La *Last Trading Date* est le dernier jour de cotation du titre sur les marchés dans sa forme initiale (ancien ISIN) avant qu'il ne subisse la réorganisation obligatoire. Si, au terme de cette réorganisation, un nouvel ISIN est négociable, le premier jour de cotation suit immédiatement la « last trading date ».

- La *Buyer Protection Deadline* est la date et l'heure limite avant laquelle l'acheteur doit initier le processus de la Buyer Protection (voir 2.4) s'il souhaite faire valoir ses droits.

- La *Market Deadline* est la date et l'heure limite à laquelle sont transmises les instructions au dépositaire centrale de l'émetteur (ou ICSD). L'envoi s'effectue en mode électronique avec transfert des titres dans le compte (nature de compte adéquate) du

centralisateur. Afin de garantir une réorganisation automatique, tous les titres doivent être transférés dans la bonne nature de compte au plus tard pour la Market Deadline.

- Enfin, la *Payment Date* est la date à laquelle le produit de l'OST doit être réglé/livré au TCC.

2.4 Principe de la Buyer Protection

La *Buyer Protection* est un concept inspiré du droit Anglo-Saxon et utilisé par les standards CAJWG dans le cadre des opérations de réorganisation. Il s'agit de la procédure par laquelle un acheteur en attente de livraison d'un titre concerné par une OST optionnelle (exemple d'un suspens de livraison) transmet ses instructions en termes de choix ou d'option au vendeur afin de pouvoir bénéficier du résultat de l'OST en fonction de ses choix.

Ainsi, si on suppose que la *Guaranteed Participation Date* intervient un lundi et qu'un client achète un droit ce lundi, juste avant la fermeture du marché concerné : le jeudi à 16h (à l'issue d'un cycle de R/L), si le client n'a pas été livré de son droit, la CCP a deux heures (de 16h à 18h) pour contacter le vendeur et lui transmettre le souhait du client.

Les standards CAJWG laissent une place à l'interprétation sur l'implémentation concrète de la Buyer Protection en France ;

Ce concept existant déjà en France chez LCH Clearnet sous la forme du *Report de responsabilité*¹, il a été décidé de ne pas prévoir d'automatisation spécifique.

Il faut néanmoins souligner qu'aucun traitement automatique n'est actuellement en place (traitements manuels au cas par cas) et qu'il n'existe aucun traitement similaire sur la partie règlement livraison.

Enfin, une réflexion pourrait être menée sur l'extension de ce principe aux autres marchés ESES.

3 Processus

Les définitions posées, cette partie a pour objectif de décrire les processus proposés par les standards et les interprétations qui en sont proposées sur le marché français.

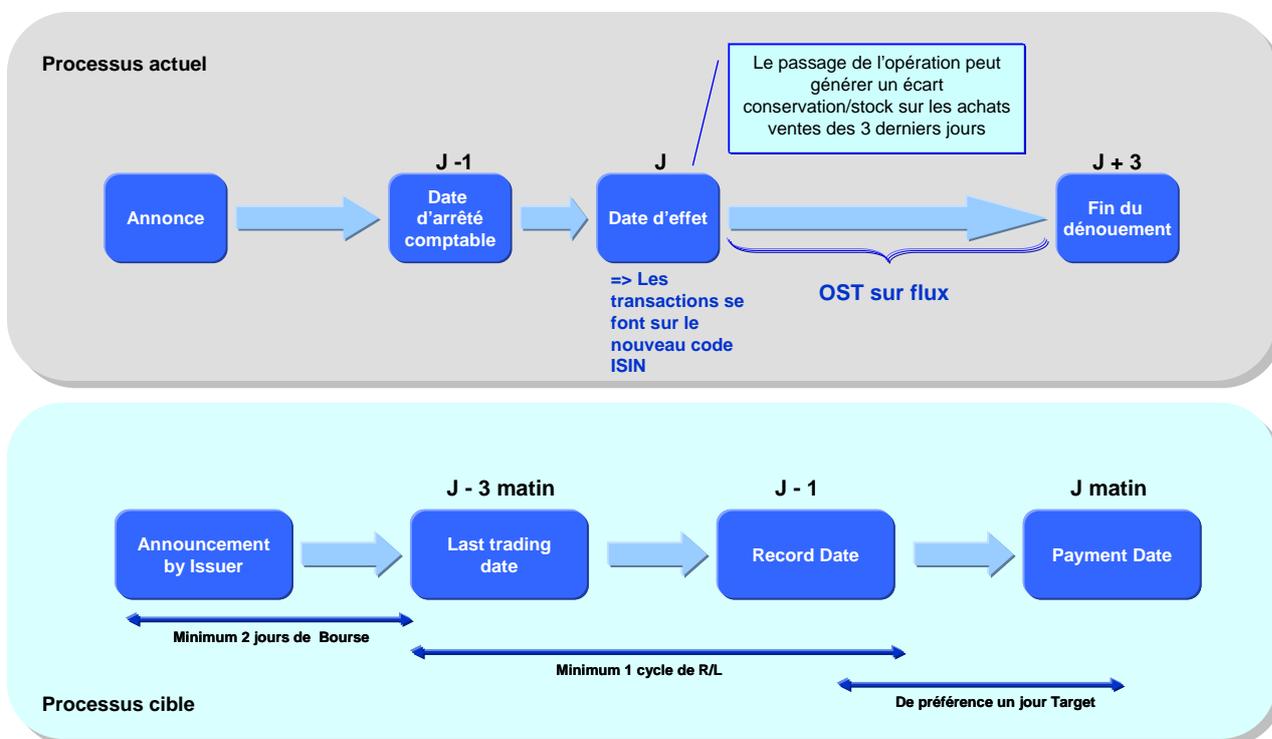
3.1 Réorganisations simples

- L'OST est annoncée à l'*Announcement by Issuer*.

¹ Le report de responsabilité est uniquement applicable sur le marché réglementé, il n'existe aucun processus similaire en OTC.

- Les titres achetés jusqu'au soir (clôture du marché) de la *Last Trading Date* participeront à l'OST. Dès le lendemain matin les transactions se font sur un autre code ISIN et les titres acquis ne sont plus éligibles à l'OST.
 - A la *Record Date*, les positions définitives sont arrêtées dans les livres du dépositaire de l'Emetteur.
- ⇒ Il y a au minimum un cycle de règlement/livraison entre la *Last Trading Date* et la *Record Date* **et il n'y a donc plus d'OST sur flux**
- Enfin, à la *Payment Date*, le résultat de l'OST est réglé/livré aux TCC

Le schéma suivant permet de visualiser les correspondances et différences entre le processus actuel (partie grise) et le processus cible proposé par les standards (partie bleue) en prenant l'exemple du traitement d'une fusion : on voit donc bien que le nouveau process permet d'éviter les OST sur flux.



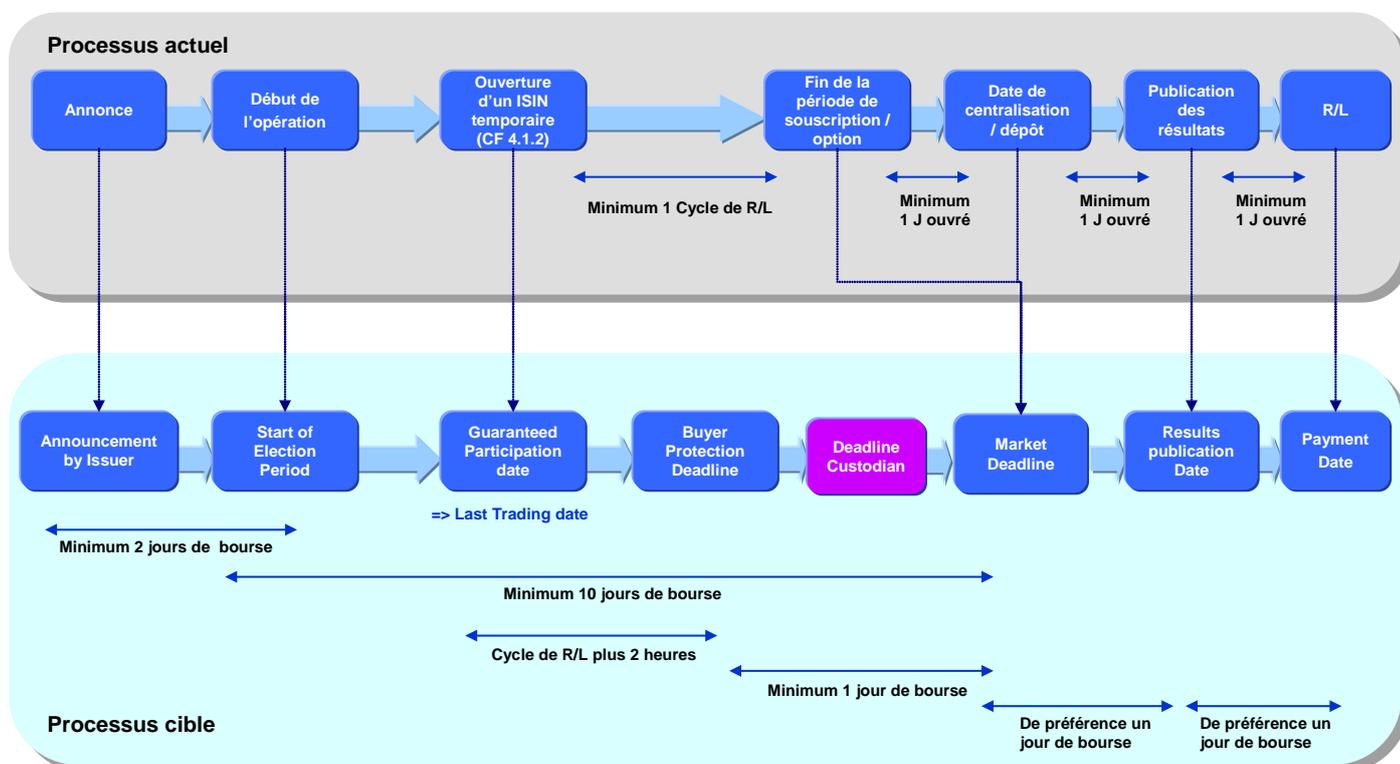
Note : Les problématiques liées au passage Top Down sont traitées au paragraphe 4.1.5

3.2 Réorganisations complexes

3.2.1 Réorganisations volontaires

- Tout d'abord, l'OST est annoncée à l'*Announcement by Issuer* puis démarre à la *Start of Election Period*, date à partir de laquelle il est possible d'apporter sa réponse à l'OST.
- Les titres négociés jusqu'au soir (clôture du marché) de la *Guaranteed Participation Date* donnent systématiquement le droit de participer à l'OST. Les titres négociés à partir du lendemain matin (ouverture du marché) ne donnent donc pas le droit de participer à l'OST.
- Les acheteurs ayant négocié leurs titres avant la *Guaranteed Participation Date* mais n'ayant pas été livrés dans les temps (à l'issue d'un cycle de R/L) peuvent transmettre leurs instructions au vendeur jusqu'à la *Buyer Protection Deadline*.
- Les réponses peuvent être apportées jusqu'à la *Market Deadline*, date à laquelle les établissements doivent transmettre les réponses de leurs clients au centralisateur.
NB : La *Market Deadline* représente la fin d'option légale, chaque établissement reste néanmoins libre de fixer une date de réponse antérieure à ses clients, cette date prenant le nom de *Deadline custodian*.
- Enfin, les résultats sont publiés à la *Results Publication Date* et le règlement/livraison du produit de l'OST intervient à la *Payment Date*.

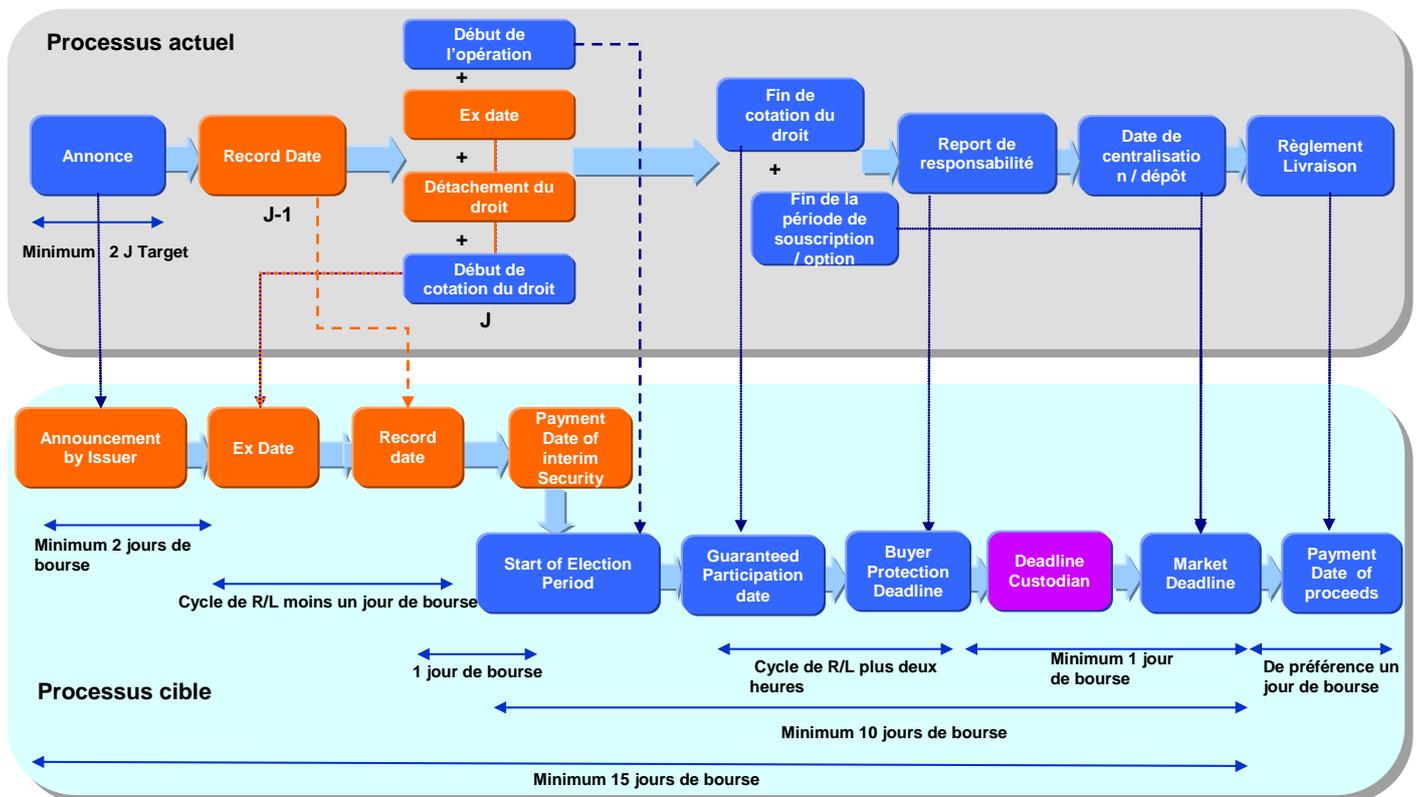
Le schéma présenté ci-dessous permet de visualiser les correspondances et différences entre le processus actuel (partie grise) et le processus cible proposé par les standards (partie bleue) en prenant l'exemple du traitement d'une OPA.



3.2.2 Réorganisation obligatoire avec option

- L'OST est annoncée à l'*Announcement by Issuer*.
- A l'*Ex Date*, les droits (constatés la veille au soir par chaque établissement) sont détachés sur les comptes des clients (en conservation mais pas en stock) et peuvent dès lors être négociés (mais non transférés).
- Les titres négociés après l'*Ex Date* ne donnent pas le droit de participer à l'OST.
- A la *Record Date*, les positions définitives sont arrêtées dans les livres du dépositaire de l'Emetteur.
- Les droits sont livrés à la *Payment Date of Interim Security*, il est dès lors possible de transférer ces droits.
- Ce même jour intervient la *Start of Election Period*, soit le début de la période d'option : à partir de cette date il est donc officiellement possible d'apporter sa réponse à l'OST.
NB : (voir paragraphe 4.4.2) : En France les réponses des clients pourront être prises en compte et stockées par les TCC entre l'*Ex Date* et la *Start of Election Period*.
- La *Guaranteed Participation Date* correspond à la fin de la cotation des droits : dès le lendemain, il n'est plus possible de négocier des droits sur le marché réglementé (les droits sont alors transférables au centralisateur jusqu'à la *Market Deadline*).
- Les acheteurs ayant négocié des droits sur le marché réglementé (et donc nécessairement avant la *Guaranteed Participation Date*) mais n'ayant pas été livré dans les temps (à l'issue d'un cycle de R/L) peuvent transmettre leurs instructions au vendeur jusqu'à la *Buyer Protection Deadline*.
- La *Deadline custodian* représente la fin de période d'option : cette date n'est pas définie par les standards et devra être fixée par chaque établissement, elle interviendra au plus tard à la *Market Deadline*.
- A la *Market Deadline*, le TCC transmet ses instructions au centralisateur
- Enfin, à la *Payment date of Proceeds*, intervient le règlement livraison des nouveaux titres.

Le schéma suivant permet de visualiser les correspondances et différences entre le processus actuel (partie grise) et le processus cible proposé par les standards (partie bleue) en prenant l'exemple du traitement d'un droit préférentiel de souscription qui suppose l'assemblage d'une opération de distribution (étapes orange) et d'une opération de réorganisation (étapes bleues).



4 Impacts

4.1 IT et Processus

4.1.1 Remarques générales

Les systèmes d'information et les processus des différents établissements (notamment CSD et TCC) devront être adaptés afin de prendre en compte les nouvelles dates prévues par les standards, en particulier la *Guaranteed Participation Date* ou encore la *Buyer Protection Deadline*

Une première estimation des délais nécessaires pour réaliser les différents développements sera nécessaire pour préciser le calendrier : cette étude sera menée dans le cadre de la rédaction du cahier des charges.

4.1.2 Spécificités des OPA

La règle aujourd'hui en place en France et applicable aux OPA veut qu'un **ISIN temporaire soit mis en place 3 jours avant la fin de la période de souscription**. Dès lors, le titre cote sur un nouveau code et les titres négociés sur ce code ne donnent plus le droit de participer à l'OST. Pour les TCC, il est donc très facile de distinguer les clients éligibles à l'OST des clients qui ne le sont pas (ils ne sont pas positionnés sur le même code).

Cette règle, mise en place à la demande de l'AMF, représente une exception française et ne va pas dans le sens de l'harmonisation européenne et de la simplification des échanges transfrontaliers.

Avec la mise en œuvre des standards CAJWG, la règle du changement du code ISIN trois jours avant la fin de période de souscription d'une OPA n'a plus lieu d'être et **il a donc été proposé de la supprimer**.

4.1.3 Transferts de titres

Un problème structurant et commun aux opérations de distribution a été identifié au niveau des **transferts de titres entre établissements lorsque le transfert intervient entre la *Last Trading Date* et la *Record Date*** (dans ce cas précis le transfert est initié avec l'ancien code ISIN et appelé avec le nouveau).

Les standards offrent une solution à ce problème via le standard 2 relatif aux Market Claims : *“Concurring Bilateral Input should allow to determine whether the underlying trade is « ex » or « cum » and the CSD or CCP should take this into account for the creation of a market claim, irrespective of the actual Ex Date.”*

A terme, il y aura donc une solution IT à ce problème, l'initiateur du transfert sélectionnera l'option *Cum* ou *Ex* et le CSD tiendra compte de ce choix pour créer la Market Claim. (Le choix *Cum* signifie que les droits doivent être livrés à l'initiateur du transfert)

Ce système n'est néanmoins pas encore en place et, l'échéance d'implémentation n'étant pas connue, une réflexion a été menée sur le processus à adopter dans l'attente de ce développement ;

Deux solutions ont été envisagées :

- Bloquer les transferts des lignes impactées par les OST. Cette solution pourrait se traduire par une règle de place, il faudrait donc que les conditions soient parfaitement définies. La mise en place de cette solution nécessiterait un atelier de travail spécifique afin de statuer sur les OST concernées, la durée du blocage, l'initiateur du blocage, le cas des PEA.
- Utiliser des Francos à effet permettant de définir par exemple que le traitement ne doit intervenir qu'après la *Payment Date*.

En définitive, la réflexion sur ce sujet devra être poursuivie en dehors de l'étude HDR : **une proposition de texte détaillant les modalités éventuelles de blocage des transferts des titres impactés par une OST sera rédigée par les groupes AFTI Conservation et Emetteurs** et devra être validée par le CFONB.

4.1.4 Prêt/Emprunt

Une analyse sur ce sujet a déjà été menée dans le cadre de l'étude menée sur l'harmonisation des dates de distribution (H2D), **les difficultés identifiées dans le cadre de l'étude H2D ne sont pas applicables à l'harmonisation des dates de réorganisation**. Chaque établissement devra veiller aux évolutions IT nécessaires et déjà décrites dans le cahier des charges H2D.

4.1.5 Indemnisation des rompus

Le **passage d'une logique Bottum Up a une logique Top Down** est particulièrement impactant sur l'indemnisation des rompus. En effet, dans le cas d'un échange, l'émetteur indemniserait les établissements concernés à un prix de vente fixé et communiqué, en revanche, **l'établissement en question n'a ensuite aucune obligation d'indemniser ses propres clients au prix fixé par l'émetteur**. Chaque établissement pourra donc fixer son prix d'indemnisation en fonction notamment des évolutions du marché.

D'un point de vue juridique, il faudra préciser si une indemnisation variable en fonction du TCC va ou non à l'encontre du **traitement égalitaire des actionnaires** : ce point est en cours de traitement par l'observatoire juridique de l'AFTI.

En tout état de cause, le calcul de l'indemnisation des rompus effectué par chaque établissement devra être parfaitement clair et transparent et devra s'inscrire dans le cadre contractuel fixé avec le client. De plus, tous les clients (professionnels ou particuliers) d'un même établissement devront recevoir la même indemnisation.

La réflexion sur l'indemnisation des rompus doit être poursuivie : l'observatoire juridique devra notamment préciser avec l'AMF les conditions d'application de la notion de traitement égalitaire des actionnaires.

4.2 Calendrier

4.2.1 Période d'annonce

Pour l'ensemble des réorganisations, les standards prévoient un délai minimum de 2 jours de bourse après l'*Announcement by Issuer* correspondant à la période d'annonce. **Le respect de cette période d'annonce de deux jours de bourse minimum est une nécessité** en accord avec le code des bonnes pratiques des centralisateurs d'Opérations Financières. Le cas des opérations nécessitant un accord AMF pourrait poser problème : en effet, la période d'annonce nécessite à minima deux jours pleins et, dans ce cas, l'accord AMF devra donc être transmis au plus tard le matin du premier jour.

Enfin, il faudra veiller à **l'exhaustivité de l'information qui sera proposée aux BFI** sur ces nouveaux standards.

4.2.2 Annonce des résultats

Dans le cadre des réorganisations volontaires, le standard 16 précise: *When the Voluntary Reorganisation is conditional, the Issuer or the Offeror, as the case may be, should publish the result of the elections. The results publication date should follow the Market Deadline as soon as possible, preferably the next Business Day, but before the Payment is made. Payment Date should preferably be 1 Business Day after results publication date.*

Ce délai d'un jour après la Market Deadline semble trop court à la plupart des acteurs concernés et ne pourra être tenu que dans l'hypothèse d'un traitement entièrement automatisé : il ne permettra pas d'ajustement manuel. Dès lors qu'un travail d'analyse, de correction ou de rapprochement est nécessaire, le délai risque d'être supérieur à une journée.

Ce point d'attention ne s'oppose pas aux standards qui stipulent « *preferably 1 Business day* » mais ne fixent pas de délai maximum.

Il est finalement notifié que le délai séparant la *Market Deadline* de la Publication des résultats pourra être supérieur à une journée.

4.2.3 Payment date

Les standards positionnent la *Payment Date* "*preferably 1 business day*" après la *Market Deadline* ou la *Results Publication Date* :

Les différents acteurs concernés en France s'accordent sur la nécessité de **positionner la *Payment Date* obligatoirement un jour après la Record Date.**

4.3 Impacts fiscaux et légaux

4.3.1 Transparence de l'information

Le processus proposé par les standards CAJWG ne pose pas de problème direct sur le plan légal/juridique. Le point fondamental sera donc la **diffusion d'une information transparente à tous les interlocuteurs concernés** et en particulier aux actionnaires. Il faudra notamment :

- Informer par écrit les clients particuliers et institutionnels du nouveau processus applicable aux opérations de réorganisation.
- Adapter les documents contractuels notamment les conditions générales, grilles tarifaires et conventions de service aux standards, en particulier en ce qui concerne les délais et les frais éventuels.
- Veiller à la transparence de l'information proposée dans les avis d'OST diffusés aux clients. Ces documents devront être parfaitement clairs sur le nouvel ordonnancement des dates et sur la définition de la période d'option et de la période de négociation des droits.

4.3.2 Impacts fiscaux

Les impacts fiscaux sont mineurs et ont déjà été étudiés dans le cadre de l'étude H2D, il s'agit principalement de bien prendre en compte le nouveau calendrier. Indépendamment des standards CAJWG, les points « sensibles » sont les suivants :

- C'est bien l'inscription au compte des titres reçus qui est le fait générateur de l'imposition. Cette règle est particulièrement importante pour le calcul de l'ISF puisqu'il est fondamental de pouvoir déterminer à partir de quand un titre fait partie du patrimoine.
- Sur la durée de la détention, on raisonne aujourd'hui en année fiscale : dans la cadre d'un achat initié en décembre et dénoué en janvier le client peut donc « perdre » un an.

4.4 Définition des bornes de la période d'option et de négociation des droits applicables aux réorganisations obligatoires avec option

4.4.1 Problématique

La nouvelle organisation prévue par les standards CAJWG induit un décalage entre la période de négociation des droits et la période d'option.

Les droits sont négociables de l'*Ex Date* à la *Guaranteed Participation Date*, alors qu'il est théoriquement possible d'apporter une réponse de la *Start of Election Period* à la *Market Deadline*. Sur ce dernier point, il faut noter que, si les standards fixent bien la date à laquelle les TCC doivent apporter leurs réponses à l'émetteur (Market Deadline) ils ne fixent pas de date limite de réponse pour les actionnaires, qui, a priori, peuvent donc apporter leur réponse jusqu'à la *Market Deadline*.

L'impact est donc important pour les porteurs :

- De l'*Ex Date* à la *Start of Election Period*, ils pourront vendre leurs droits mais (théoriquement) pas apporter leur réponse à l'OST => Il paraît bien délicat d'offrir aux clients la possibilité de négocier leurs droits mais pas celle de les exercer...
- De la *Guaranteed Participation Date* à la *Market Deadline*, ils pourront répondre à l'OST mais ne pourront plus vendre leurs droits : une telle différence serait particulièrement impactante pour les investisseurs qui ont l'habitude de répondre à l'OST le plus tard possible.

L'impact est également très important pour les conservateurs puisqu'il paraît techniquement impossible de confondre la date de fin d'option et la date de dépôt, un délai étant nécessaire pour procéder à la consolidation des réponses.

Le problème de la définition de la période d'option et de la période de négociation des droits étant potentiellement bloquant, plusieurs scénarios ont été étudiés afin de proposer une solution adaptée au marché français et conforme aux standards.

4.4.2 Début de la période d'option / de négociation des droits

Pour des raisons de simplicité pour les actionnaires et afin d'éviter aux TCC de devoir diffuser deux informations à leurs clients sur une même opération, il est plus facile d'assimiler la date à partir de laquelle les droits sont négociables et la date de début de la période d'option (date à partir de laquelle il est possible d'apporter une réponse à l'OST).

Il a donc été proposé d'offrir aux actionnaires la possibilité de répondre dès l'*Ex Date*, date à partir de laquelle les droits sont négociables.

L'envoi par les actionnaires de leur réponse entre l'*Ex Date* et la *Start of Election Period* concernera pour l'essentiel les investisseurs utilisant des moyens de transmission électroniques, sauf à ce que les actionnaires répondant par courrier postal reçoivent leur talon réponse et le renvoient dans l'intervalle s'écoulant entre *Ex Date* et *Start of Election Period*.

En tout état de cause, l'instruction ne pourra pas être traitée par l'intermédiaire avant le début de l'*Election Period* et devra donc être **stockée jusqu'à la *Start of Election Period***.

4.4.3 Fin de la période d'option / de négociation des droits

Le processus décrit pas les standards CAJWG prévoit que les droits seront négociables (sur le marché réglementé) jusqu'à la *Guaranteed Participation Date*.

Ensuite, la *Market Deadline* est définie comme la date et l'heure limite à laquelle le TCC transmet ses instructions au centralisateur et est donc assimilable à la date de dépôt.

Les standards ne fixent pas de date de fin d'option et, *a priori*, il est donc possible pour un client d'apporter une réponse jusqu'à la *Market Deadline*.

Il est techniquement impossible pour les TCC de prévoir une fin d'option et un dépôt le même jour, un délai technique étant nécessaire pour réaliser la centralisation.

Compte tenu de la définition de la *Market Deadline*, il n'est pas possible de prévoir une date de dépôt après la *Market Deadline*, il est donc nécessaire de prévoir une date de fin de période d'option antérieure à la *Market Deadline*.

Afin de respecter l'esprit des standards CAJWG et de garantir un traitement cohérent avec les pratiques belges et hollandaise il est proposé d'introduire une deadline établissement encore appelée *deadline custodian* qui correspondra à la date de fin de période d'option fixée par chaque établissement à ses clients.

.En terme réglementaire, cette date peut être considérée comme une clause de sauvegarde, acceptable par le régulateur.

La compréhension de l'enchaînement des dates, nécessitera un gros effort pédagogique des Teneurs de Comptes Conservateur non seulement à l'égard de leurs propres agents mais aussi à l'égard des investisseurs.

Un point particulier de traitement a été identifié concernant les titres au nominatif pur détenus par des salariés d'une société et situés à l'étranger. Il faudra donc s'accorder sur la façon de traiter opérationnellement ces cas dans le cadre de l'application des standards (ce point n'est néanmoins pas considéré comme un obstacle à la mise en œuvre des standards CAJWG en France).

Dans le cadre des réorganisations obligatoires avec option, chaque établissement sera libre de fixer sa propre fin de période d'option (Deadline Custodian) afin de disposer du délai qu'il jugera nécessaire avant l'envoi des instructions au centralisateur à la Market Deadline.

5 Synthèse finale

5.1 Conclusion de l'étude

Le second rapport Giovanni liste les obstacles à la création d'un marché unique du post trade en Europe.

Afin de s'attaquer à la troisième barrière, traitant de l'harmonisation des opérations sur titres, le *Corporate Actions Joint Working Group* a rédigé des standards définissant les dates de référence des opérations sur titre et leur ordonnancement.

Après avoir étudié avec le CFONB l'application de ces standards aux opérations de distributions, l'AFTI a lancé une étude similaire sur les opérations de réorganisations. Des experts des différents métiers impactés se sont donc réunis au cours d'ateliers afin d'étudier les impacts de la mise en place du processus découlant des standards CAJWG et de rédiger cette étude.

En conclusion de ce travail, **on note qu'un seul point bloquant, d'ordre juridique, a été identifié au cours de l'étude.** Ce point concerne l'**indemnisation des rompus** : le principe du prix de référence proposé par les standards peut en effet être en contradiction avec les dispositions du Code du Commerce et des Sociétés relatives à l'indemnisation des actionnaires.

En outre, des aménagements parfois conséquents des processus aujourd'hui en place seront parfois nécessaires ; en particulier, le sujet de **la fin de la période d'option** devra être approfondi avec les acteurs concernés : l'AMF, l'ANSA et l'AFEP.

5.2 Points clés

Les principales décisions/préconisations à l'issue de cette étude sont les suivantes :

- Le concept de la *Buyer Protection* existant déjà en France (pour le marché réglementé uniquement) sous la forme du *Report de responsabilité*, il a été décidé de ne pas prévoir d'automatisation spécifique.
- Les systèmes d'information et les processus des différents établissements (notamment CSD et TCC) devront être adaptés afin de prendre en compte les nouvelles dates prévues par les standards, en particulier la *Guaranteed Participation Date* ou encore la *Buyer Protection Deadline*.
- Avec la mise en œuvre des nouveaux standards évoqués, la règle du changement du code ISIN trois jours avant la fin de période de souscription d'une OPA n'a plus lieu d'être et il est donc proposé de la supprimer.
- Le point bloquant juridique concernant l'indemnisation des rompus devra être levé.
- Il est noté que le délai séparant la *Market Deadline* de la Publication des résultats pourra être supérieur à un jour.
- Il apparaît nécessaire de positionner la *Payment Date* obligatoirement un jour après la Record Date.

- Pour les réorganisations obligatoires avec option, il est préconisé d'offrir aux actionnaires la possibilité de répondre dès l'*Ex Date*, date à partir de laquelle les droits sont négociables.
- Enfin, dans le cadre des réorganisations obligatoires avec option, chaque établissement sera libre de fixer sa propre fin de période d'option (Deadline Custodian).

5.3 Etapes suivantes

Cette étude a permis de s'assurer qu'il n'existe pas d'obstacle majeur à la mise en place des standards CAJWG en France et de définir comment adapter les processus dans le respect de ces standards et des spécificités du marché français.

L'étape suivante est donc de préciser de façon opérationnelle comment organiser le passage vers ce processus cible en s'assurant de la prise en compte des spécificités techniques de chaque opération, ce travail passera notamment par :

- La complétude du tableau Euroclear dont une première version est présentée dans cette étude. Ce tableau permettra de s'assurer que chacune des opérations de réorganisation aujourd'hui traitées sur le marché français est bien reprise dans la nouvelle typologie Euroclear et pourra s'intégrer au processus cible conforme aux standards CAJWG.
- La rédaction d'un cahier des charges qui permettra notamment de détailler l'ensemble des impacts techniques du passage au processus cible, de fournir un premier chiffrage des évolutions IT nécessaires et de proposer un premier calendrier détaillé prenant en compte ces éléments.
- La levée parallèle du point bloquant juridique relatif à l'indemnisation des rompus.

6 Annexes

6.1 Composition des groupes de travail

<i>Conservation</i>	
Franck Michot	BP2S
Bertrand Pontailler	BP2S
Jean Louis Somma	CACEIS
Sylvie Fournier / Benoit Hermant	EUROCLEAR
Pascale Dupont	SOCIETE GENERALE
Bernard Fourquet	SOCIETE GENERALE
Dominique Marie	NATIXIS
Tristan Asselineau	NATIXIS
Sebastien Maussion	CACEIS
Romain Gelé	PROCAPITAL
Anne Mairesse	LCH Clearnet
Franck Giraud / Anne Mairesse	LCH Clearnet

<i>Legal</i>	
Francois LouisTournie	SOCIETE GENERALE
Chantal Slim	CACEIS
Pierrick Lebranchu	BNP Paribas
Alian Grand	CACEIS
David Poirier	BNP Paribas

<i>Emetteur</i>	
Laurent Chalivoy	SOCIETE GENERALE
Jean Pierre Pasquier	BNP Paribas
Pascal Leclerc	BNP Paribas
Sylvie Vernet Gruot	CACEIS
Guy Frottier	LAGARDERE
Sylvie Fournier / Benoit Hermant	EUROCLEAR
Anne Mairesse / Franck Giraud	LCH Clearnet

<i>Transverse</i>	
Franck Michot	BP2S
Jean-Pierre Pasquier	BP2S
Didier Ruffieux	NATIXIS
Sylvie Vernet-Gruot	CACEIS
Sebastien Maussion	CACEIS
Jean Louis Somma	CACEIS
Anne Mairesse / Franck Giraud	LCH CLEARNET
Benoit Hermant / Sylvie Fournier	EUROCLEAR
Guy Frottier	Groupe LAGARDERE
Pierre Colladon	SGSS
Laurent Bourdenet	Six Group
Romain Gelé	PROCAPITAL
Véronique Bottin / Frédéric Martinot	NYSE EURONEXT

6.2 Calendrier des réunions

<i>Groupe de travail</i>	<i>Réunion</i>	<i>Date</i>
Plénière	Introduction	29/10/2009
Conservation	Atelier 1	09/11/2009
Emetteur	Atelier 1	16/11/2009
Legal	Atelier 1	17/11/2009
Transverse	Atelier 1	24/11/2009
Emetteur	Atelier 2	25/11/2009
Transverse	Présentation des standards	01/12/2009
Emetteur	Atelier 3	03/12/2009
Conservation	Atelier 2	08/12/2009
Legal	Atelier 2	09/12/2009
Transverse	Atelier 2	14/12/2009
Transverse	Comité de lecture	11/01/2010
Plénière	Conclusion	21/01/2010

Une présentation des résultats de cette étude a de plus été proposée lors de l'Amphi AFTI du 05/04/10.

6.3 Tableau Euroclear de matching des OST

Nom (description) de l'opération sur titre	Classification cible (CAJWG)	Euroclear France		Equivalence ISO actuelle		ISO cible (CAJWG)				
		Code OST EF	Libellé code OST EF	CAEV	Libellé CAEV (definition)	CAEV	CAEP			
Augmentation de capital, subscription (action par défaut: les droits sont échus) - DPS - Priorité	Securities Distributions		DETACHMENT OF SUBSCRIPTION RIGHT	RHDI	Intermediate Securities Distribution	MAND	DISN	RHDI	MAND	DISN
	Mandatory Reorganisations with Options	50010	Exercice de droits	EXRI	Call on Intermediate Securities Definition "Call or exercise on nil-paid securities or intermediate securities resulting from a intermediate securities distribution (RHDI). This code is used for the second event, when an intermediate securities' issue (rights/coupons) is composed of two events, the first event being the distribution of intermediate securities."	VOLU	REOR	EXRI	CHOS	REOR
Réinvestissement de dividende Mainly in FR for reinvestment of Mutual Funds.	Securities Distributions		RIGHT AND CASH DISTRIBUTION	RHDI	Intermediate Securities Distribution	MAND	DISN	RHDI	MAND	DISN
	Mandatory Reorganisations with Options	60970	Réinvestissement dividendes	DRIP	Dividend Reinvestment Definition "Dividend payment where holders can keep cash or have the cash reinvested in the market by the issuer into additional shares in the issuing company. To be distinguished from DVOP as the company invests the dividend in the market rather than creating new share capital in exchange for the dividend."	CHOS	REOR	DRIP	CHOS	REOR
Paiement d'intérêt (option de devises)	Securities Distributions		DISTRIBUTION WITH OPTION	RHDI	Intermediate Securities Distribution	MAND	DISN	RHDI	MAND	DISN
	Mandatory Reorganisations with Options	50550	Optional payment	INTR	Interest Payment	VOLU	REOR	INTR	CHOS	REOR
Paiement de dividende (option de devises)	Securities Distributions		DISTRIBUTION WITH OPTION	RHDI	Intermediate Securities Distribution	MAND	DISN	RHDI	MAND	DISN
	Mandatory Reorganisations with Options	50550	Optional payment	DVCA	Cash Dividend	VOLU	REOR	DVCA	CHOS	REOR
Paiement de dividende à option	Securities Distributions		DISTRIBUTION WITH OPTION	RHDI	Intermediate Securities Distribution	MAND	DISN	RHDI	MAND	DISN
	Mandatory Reorganisations with Options	50550	Optional payment	DVOP	Dividend Option Definition "Distribution of a dividend to shareholders with a choice of benefit to receive. Shareholders may choose to receive shares or cash. To be distinguished from DRIP as the company creates new share capital in exchange for the dividend rather than investing the dividend in the market."	VOLU	REOR	DVOP	CHOS	REOR
OPA (Offre Publique d'Achat)	Voluntary Reorganisations		Offre	TEND	Tender Acquisition/ Takeover/ Purchase Offer/Buyback Initiated by a third party. Typically VOLU.	VOLU	REOR	TEND	VOLU	REOR
	Mandatory Reorganisations	RE007	SECURITIES EXCHANGE WITH CASH	TEND	when the tender reaches the "squeeze out stage it will be MAND.	MAND	REOR	TEND	MAND	REOR
OPE (Offre Publique d'Echange)	Voluntary Reorganisations		Offre	EXOF	Exchange. Definition "Exchange of holdings for other securities and/or cash. The exchange can be either mandatory or voluntary involving the exchange of outstanding securities for different securities and/or cash. For example "exchange offer", "capital reorganisation" or "funds separation"." Always initiated by the issuer as a capital restructuring of a single company which may result in further companies and/or involve subsidiaries	VOLU	REOR	EXOF	VOLU	REOR
OPRA (Offre Publique de Rachat)	Voluntary Reorganisations		Offre	BIDS	Repurchase Offer/ Issuer Bid/ Reverse Rights. Definition "Offer to existing shareholders by the issuing company to repurchase equity or other securities convertible into equity. The objective of the offer is to reduce the number of outstanding equities." Always initiated by the issuer. Always VOLU	VOLU	REOR	BIDS	VOLU	REOR
Assimilation	Mandatory Reorganisations		Assimilation	PARI	Par-passu	MAND	REOR	PARI	MAND	REOR
RPTA	Mandatory Reorganisations		Tirage au sort	DRAW	Drawing. Definition "Redemption in part before the scheduled final maturity date of a security. Drawing is distinct from partial call since drawn bonds are chosen by lottery and results are confirmed to bondholder."	MAND	REOR	DRAW	MAND	REOR
Remboursement Final	Mandatory Reorganisations		Remboursement final	REDM	Final Maturity	MAND	REOR	REDM	MAND	REOR
Remboursement Anticipé	Mandatory Reorganisations		Remboursement anticipé	MCAL	Full Call/Early Redemption	MAND	REOR	MCAL	MAND	REOR
Liquidation	Mandatory Reorganisations		Liquidation	LIQU	Liquidation Dividend / Liquidation Payment	MAND	REOR	LIQU	MAND	REOR
Fusion	Mandatory Reorganisations		Fusion	MRGR	Merger. Definition "Exchange of outstanding securities, initiated by the issuer which may include options, as the result of two or more companies combining assets, ie an external third party company. Cash payments may accompany equity exchange." Initiated by the issuer. Involves two or more companies (ie an external, third party company).	MAND	REOR	MRGR	MAND	REOR
Conversion obligatoire	Mandatory Reorganisations		Conversion	CONV	Conversion. Definition "Conversion of securities (generally convertible bonds or preferred shares) into another form of securities (usually common shares) at a pre-stated price/ratio." MAND when initiated by the issuer. VOLU when initiated by the investor	MAND	REOR	CONV	MAND	REOR
Conversion volontaire	Voluntary Reorganisations		Conversion	CONV	Conversion. Definition "Conversion of securities (generally convertible bonds or preferred shares) into another form of securities (usually common shares) at a pre-stated price/ratio." MAND when initiated by the issuer. VOLU when initiated by the investor	VOLU	REOR	CONV	VOLU	REOR
Scission	Mandatory Reorganisations		Scission	SOFF	Spin-off. Definition "A distribution of subsidiary stock to the shareholders of the parent company without a surrender of shares. Spin-off represents a form of divestiture resulting in an independent company. Eg, demerger, distribution, unbundling."	MAND	REOR	SOFF	MAND	REOR

6.4 Définitions des principaux termes des standards CAJWG

NB : Les définitions en anglais (EN) sont les définitions originales proposées par le CAJWG, les définitions en français (FR) sont des adaptations de ces définitions au marché Français (il ne s'agit pas de traductions littérales).

Announcement by Issuer	EN	(Pas de définition officielle)
	FR	Annonce via les moyens électroniques standards de l'OST avec tous les détails (date clés, ancien ISIN, nouveau ISIN, ratio (s'il y en a) auprès de l'issuer CSD.
Buyer Protection Deadline	EN	Process whereby a buyer who has yet to receive the Underlying Securities of an Elective Corporate Action, instructs the seller in order to receive the outturn of his choice.
	FR	Report de responsabilité ; La buyer protection est la procédure par laquelle un acheteur en attente de livraison d'un titre concerné par une OST optionnelle (exemple d'un suspens de livraison) transmet ses instructions en terme de choix ou d'option au vendeur afin de pouvoir bénéficier du résultat de l'OST en fonction de ses choix. La Buyer Protection Deadline est donc la date et l'heure limite avant laquelle l'acheteur doit initier ce processus afin de faire valoir ses droits.
Distribution	EN	Corporate Action whereby the Issuer of a security delivers particular proceeds to the holder of the Underlying Security without affecting the Underlying Security
	FR	OST par laquelle un émetteur distribue un produit (espèce, détachement de droits, détachement de titres) au détenteur du titre concerné sans que ce dernier n'en soit affecté (sans changement de code ISIN).
Ex Date	EN	Date from which the Underlying Security is traded without the benefit / right attached to it.
	FR	Date à partir de laquelle le titre sur lequel porte l'OST est négociable ex droit (i.e. sans que l'acheteur ne puisse prétendre à recevoir le droit de participer à l'OST).
Guaranteed participation date	EN	Last date to buy the Underlying Security with the right attached to participate in an Elective Corporate Action.
	FR	Dernier jour permettant l'achat des droits ou titres permettant de participer à une OST optionnelle.
Last trading date	EN	(Pas de définition officielle)
	FR	Dernier jour de cotation du titre sur les marchés dans sa forme initiale (ancien ISIN) avant qu'il ne subisse la réorganisation obligatoire. Si, au terme de cette réorganisation, un nouvel ISIN est négociable, le premier jour de cotation suit immédiatement la « last trading date ».
Mandatory Reorganisation	EN	A reorganisation that mandatorily affects the Underlying Security
	FR	Ce sont les OST de réorganisations obligatoires qui impactent d'office le titre concerné, sans choix du porteur.
Mandatory Reorganisation with Options	EN	A Mandatory Reorganisation with a choice of proceeds
	FR	Ce sont les réorganisations qui offrent un choix au porteur et prévoient une action par défaut
Market Deadline	EN	Last date and time, preferably end of day, to send election instructions to the Issuer (I)CSD.
	FR	Date et heure limite à laquelle le TCC transmet ses instructions au centralisateur . L'envoi s'effectue en mode électronique avec transfert des titres dans le compte (nature de compte adéquate) du centralisateur. Afin de garantir une réorganisation automatique, tous les titres doivent être transférés dans la bonne nature de compte au plus tard pour la market deadline
Payment date	EN	Date on which the Payment is due.
	FR	Date à laquelle le produit de l'OST doit être réglé/livré au TCC.
Record Date	EN	Date on which settled positions are struck in the books of the Issuer (I)CSD at close of business to determine the entitlement to the proceeds of a Corporate Action.
	FR	Date à laquelle les positions sont arrêtées dans les livres du dépositaire de l'émetteur (et par voie de conséquence dans les livres des différents intermédiaires), en fin de journée, pour définir les ayants droits au produit d'une OST.
Reorganisation	EN	A Corporate Action whereby the Underlying Security is replaced with proceeds.
	FR	OST au cours de laquelle le titre concerné est remplacé (changement de code ISIN ou suppression de ce dernier)
Start of Election Period	EN	(Start of the) Period during which elections can be made.
	FR	Début de la période de souscription durant laquelle les choix ou options proposés dans le cadre de l'OST peuvent être effectués.
Voluntary Reorganisation	EN	A Reorganisation in which participation is optional for the holder of the Underlying Security
	FR	Ce sont les réorganisations qui offrent un choix au porteur et nécessitent une action de la part du porteur . En l'absence de réponse, il n' y a donc aucun changement.

6.5 OST de réorganisation : Standards CAJWG

6.5.1 Market Standards for Mandatory Reorganisations with Options

Information from Issuer to Issuer (I)CSD

- 1) The Issuer should inform its Issuer (I)CSD of the details of a Mandatory Reorganisation with Options, including the key dates and the Issuer default option, as soon as the Issuer has publicly announced the Corporate Action according to applicable law. It should inform the Issuer (I)CSD also in case of a change or confirmation of the Corporate Action and, if applicable, of the reference price for compensation of Fractions by the Issuer.
- 2) The information should be communicated in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 3) For narrative text in the information, Issuers with an international shareholder base should use at least a language customary in the sphere of international finance, currently English.

Information from Issuer (I)CSD to its participants

- 4) The Issuer (I)CSD should communicate the information, and any subsequent information, without undue delay of receipt from the Issuer, to all its participants¹ who, at the time of the announcement, have a direct holding or Pending Transaction in the Underlying Security with the Issuer (I)CSD.
- 5) The Issuer (I)CSD should also inform, without undue delay, any participant who obtains a holding or is subject to a new Transaction on the Underlying Security after the announcement until the Market Deadline.
- 6) The information should be communicated in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 7) If a Payment needs to be reversed, an announcement, including the reason for such reversal, should be made by the Issuer (I)CSD to all affected parties prior to processing the reversal.

Information flow from (I)CSD participants to End Investors

- 8) (I)CSD participants, their clients and the onward Chain of Intermediaries, each at its respective level towards its own clients, should comply with standards 4 and 5 above until the information reaches the End Investor.
- 9) The information should be communicated to Intermediaries in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 10) The information should be communicated to non-Intermediaries, including End Investors, in a clear and comprehensible way.

Key dates

- 11) The public announcement by the Issuer under standard 1 above should be made at least two Business Days before the start of the Election Period.
- 12) The start of the Election Period as determined by the Issuer should be at least ten Business Days before the Market Deadline¹.
- 13) The Guaranteed Participation Date should precede the Buyer Protection Deadline by one Settlement Cycle plus two hours².
- 14) The Buyer Protection Deadline should be at least one Business Day before the Market Deadline.
- 15) The Payment Date of the elected Option should be as close as possible to the Market Deadline, preferably the next Business Day.

Processing

- 16) Payments should be by Book Entry.
- 17) An ISIN that is different from the ISIN of the Underlying Security should be allocated to each outturn security.
- 18) Each option should have a unique identifier provided by the Issuer, that will be maintained by the Issuer (I)CSD and all Intermediaries.
- 19) Elections should be communicated from the last intermediary in the Chain of Intermediaries up to the Issuer in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 20) Underlying Securities¹ on which an election is made should be separated accounting-wise from non-elected Underlying Securities¹ by the (I)CSD and all Intermediaries.
- 21) For non-elected Underlying Securities¹, the default option as announced by the Issuer should apply.
- 22) For Payments in cash, the following should apply:
 - a) From Issuers to (I)CSD participants, Payments should be made through the Issuer (I)CSD, using the same Payment mechanism as for other cash transactions through the Issuer (I)CSD.
 - b) Payments by Issuers and Issuer (I)CSDs should be in the original currency as per the announcement under standard 1 above.
 - c) The Issuer should make Payments as early as possible after opening of the Payment system and no later than 12:00 noon, Issuer (I)CSD local time.
 - d) If a correction of the Payment is necessary, it should take the form of a complete reversal of the Payment followed by a new correct Payment.
- 23) For Payments in securities, the following should apply:
 - a) The Issuer should make Payments to the (I)CSD as early as possible and no later than the opening of the settlement system for settlement on the relevant Payment Date.
 - b) The Payments should be processed by rounding down to the nearest whole number (top-down method).
 - c) When Fractions occur and the Issuer compensates them in cash at the level of the Issuer (I)CSD, the Issuer (I)CSD participants and all the Intermediaries down the

chain should on their turn, each at its respective level, also compensate any Fractions in cash.

6.5.2 Market Standards for Mandatory Reorganisations

Information from Issuer to Issuer (I)CSD

- 1) The Issuer should inform its Issuer (I)CSD of the details of a Mandatory Reorganisation, including the key dates, as soon as the Issuer has publicly announced the Corporate Action according to applicable law. It should also inform the Issuer (I)CSD of any change or confirmation of the Corporate Action and, if applicable, the reference price for compensation of Fractions by the Issuer.
- 2) The information should be communicated in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 3) For narrative text in the information, Issuers with an international shareholder base should use at least a language customary in the sphere of international finance, currently English.

Information from Issuer (I)CSD to participants

- 4) The Issuer (I)CSD should communicate the information, and any subsequent information, without undue delay of receipt from the Issuer, to all its participants¹ who, at the time of the announcement, have a direct holding or Pending Transaction in the Underlying Security with the Issuer (I)CSD.
- 5) The Issuer (I)CSD should also inform, without undue delay, any participant who obtains a holding or is subject to a new Transaction on the Underlying Security after the announcement until the Record Date.
- 6) The information should be communicated in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 7) If a Payment needs to be reversed, an announcement, including the reason for such reversal, should be made by the Issuer (I)CSD to all affected parties prior to processing the reversal.

Information flow from (I)CSD participants to End Investors

- 8) (I)CSD participants, their clients and the onward Chain of Intermediaries, each at its respective level towards its own clients, should comply with standards 4 and 5 above until the information reaches the End Investor.
- 9) The information should be communicated to Intermediaries in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 10) The information should be communicated to non-Intermediaries, including End Investors, in a clear and comprehensible way.

Key dates

- 11) The public announcement by the Issuer under standard 1 above should be at least two Business Days before the last trading date as determined by the Issuer.
- 12) The last trading date, i.e. the last date to trade the Underlying Security in the old ISIN, should precede the Record Date by at least one Settlement Cycle.
- 13) The Payment Date should be as close as possible to the Record Date, preferably the next Business Day for cash outturns and the next Business Day for securities outturns.

Processing

- 14) Payments should be by Book Entry.
- 15) Redemptions should be processed separately from Interest Payments even if their Payment Dates coincide.
- 16) An ISIN that is different from the ISIN of the Underlying Security should be allocated to each outturn security.

- 17) For Payments in cash, the following should apply:
 - a) From Issuers to (I)CSD participants, Payments should be made through the Issuer (I)CSD, using the same Payment mechanism as for other cash transactions through the Issuer (I)CSD.
 - b) Payments by Issuers and Issuer (I)CSDs should be in the original currency as per the announcement under standard 1 above.
 - c) The Issuer should make Payments as early as possible after opening of the Payment system and no later than 12:00 noon, Issuer (I)CSD local time.
 - d) If a correction of the Payment is necessary, it should take the form of a complete reversal of the Payment followed by a new correct Payment.

- 18) For Payments in securities, the following should apply:
 - a) The Issuer should make Payments to the (I)CSD as early as possible and no later than the opening of the settlement system for settlement on the relevant Payment Date.
 - b) The Payments should be processed by rounding down to the nearest whole number (top-down method).

 - c) When Fractions occur and the Issuer compensates them in cash at the level of the Issuer (I)CSD, the Issuer (I)CSD participants and all the Intermediaries down the chain should on their turn, each at its respective level, also compensate any Fractions in cash.

6.5.3 Market Standards for Voluntary Reorganisations

Information from Issuer/Offeror to Issuer (I)CSD

- 1) The Issuer or the Offeror, as the case may be, should inform the Issuer (I)CSD of the details of a Voluntary Reorganisation, including the key dates, as soon as the Issuer, or the Offeror, has publicly announced the Corporate Action according to applicable law. The Issuer or the Offeror, as the case may be, should also inform the Issuer (I)CSD of any change or confirmation of the Corporate Action.

- 2) The information should be communicated in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 3) For narrative text in the information, Issuers with an international shareholder base should use at least a language customary in the sphere of international finance, currently English.

Information from Issuer (I)CSD to its participants

- 4) The Issuer (I)CSD should communicate the information, and any subsequent information, without undue delay of receipt from the Issuer or the Offeror, as the case may be, to all its participants¹ who, at the time of the announcement, have a direct holding or Pending Transaction in the Underlying Security with the Issuer (I)CSD.
- 5) The Issuer (I)CSD should also inform, without undue delay, any participant who obtains a holding or is subject to a new Transaction on the Underlying Security after the announcement until the Market Deadline.
- 6) The information should be communicated in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 7) If a Payment needs to be reversed, an announcement, including the reason for such reversal, should be made by the Issuer (I)CSD to all affected parties prior to processing the reversal.

Information flow from (I)CSD participants to End Investors

- 8) (I)CSD participants, their clients and the onward Chain of Intermediaries, each at its respective level towards its own clients, should comply with standards 4 and 5 above until the information reaches the End Investor.
- 9) The information should be communicated to Intermediaries in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry, such as the ISO standards, irrespective from the communication channel used.
- 10) The information should be communicated to non-Intermediaries, including End Investors, in a clear and comprehensible way.

Key dates

- 11) The public announcement by the Issuer or the Offeror, as the case may be, under standard 1 above should be made at least two Business Days before the start of the Election Period as determined by the Issuer or the Offeror respectively.
- 12) The start of the Election Period as determined by the Issuer or the Offeror, as the case may be, should be at least ten Business Days before the Market Deadline¹.
- 13) The Guaranteed Participation Date should precede the Buyer Protection Deadline by one Settlement Cycle plus two hours².
- 14) The Buyer Protection Deadline should be at least one Business Day before the Market Deadline.
- 15) The Payment Date should be as close as possible to the Market Deadline, preferably the next Business Day.
- 16) When the Voluntary Reorganisation is conditional, the Issuer or the Offeror, as the case may be, should publish the result of the elections. The results publication date should follow the Market Deadline as soon as possible, preferably the next Business Day, but before the

Payment is made. Payment Date should preferably be one Business Day after results publication date.

Processing

- 17) Payments should be by Book Entry.
- 18) An ISIN that is different from the ISIN of the Underlying Security should be allocated to each outturn security.
- 19) Each Option should have a unique identifier provided by the Issuer or the Offeror, as the case may be, that will be maintained by the Issuer (I)CSD and all Intermediaries.
- 20) Elections should be communicated from the last intermediary in the Chain of Intermediaries up to the Issuer or the Offeror, as the case may be, in formatted electronic form using standards defined and used by the securities industry such as the ISO standards, irrespective of the communication channel used.
- 21) Securities on which an election is made should be separated accounting-wise by the (I)CSD and all Intermediaries from non-elected securities.
- 22) For Payments in cash, the following should apply:
 - a. From Issuers or Offerors to (I)CSD participants, Payments should be made through the Issuer (I)CSD using the same Payment mechanism as for other cash transactions through the Issuer (I)CSD.
 - b. Payments by Issuers, Offerors and Issuer (I)CSDs should be in the original currency as per the announcement under standard 1 above.
 - c. The Issuer or the Offeror, as the case may be, should make Payments as early as possible after opening of the Payment system and no later than 12:00 noon Issuer (I)CSD local time.
 - d. If a correction of the Payment is necessary, it should take the form of a complete reversal of the Payment followed by a new, correct Payment.
- 23) For Payments in securities the Issuer or the Offeror, as the case may be, should make Payments to the Issuer (I)CSD as early as possible and no later than the opening of the settlement system for settlements on the relevant Payment Date.