



Etude d'impacts du passage du R/L à J+2 Synthèse

30 septembre 2011 – Conseil de l'AFTI

1. Contexte et objectifs
2. Principes directeurs de la démarche
3. Synthèse de l'analyse d'impacts
4. Mise en œuvre du projet : quelle coordination?
5. Questions à approfondir

Contexte et objectifs

3

- Dans le cadre de l'harmonisation européenne en cours avec T2S, la question du passage du règlement/livraison à J+2 s'est posée concrètement, du fait de la présence de l'Allemagne au sein de T2S
- La loi sur la régulation Bancaire et Financière a acté en octobre 2010, la réduction du délai de règlement/livraison
- L'ambition affichée à ce stade est de passer à J+2; le passage à J+1 conduirait probablement à des investissements trop importants et à un écart trop grand avec les marchés des autres régions
- C'est dans ce contexte que l'AFTI a mandaté le cabinet de conseil Ailancy afin de mener une étude d'impacts de ce raccourcissement du délai de R/L
- Cette étude doit répondre aux objectifs suivants (organisés selon 3 volets)

	Objectifs
1 ^{er} volet	<ul style="list-style-type: none">▪ Identification des impacts sur les TCC, tant du point de vue opérationnel et informatique que contractuel, législatif et réglementaire▪ Revue détaillée des actions à mettre en œuvre par les TCC sous forme de tableau de bord prévisionnel, intégrant des éléments de calendrier▪ Mise en exergue des principaux points d'attention▪ Proposition d'actions à mettre en place au niveau de la coordination bancaire
2 ^{ème} volet	<ul style="list-style-type: none">▪ Identification précise des impacts sur les autres acteurs métiers de la chaîne (sociétés de gestion, brokers, clearers, émetteurs)▪ Proposition d'interaction à mettre en place pour l'implication de ces autres parties concernées
3 ^{ème} volet	<ul style="list-style-type: none">▪ Identification précise des impacts sur les infrastructures de Place (LCH Clearnet, Euroclear, Banque de France, Euronext)▪ Proposition d'interaction à mettre en place pour l'implication de ces entités

L'étude a été menée avec l'aide de Philippe Bellande et Pierre Colladon de SGSS qui étaient référents sur le projet

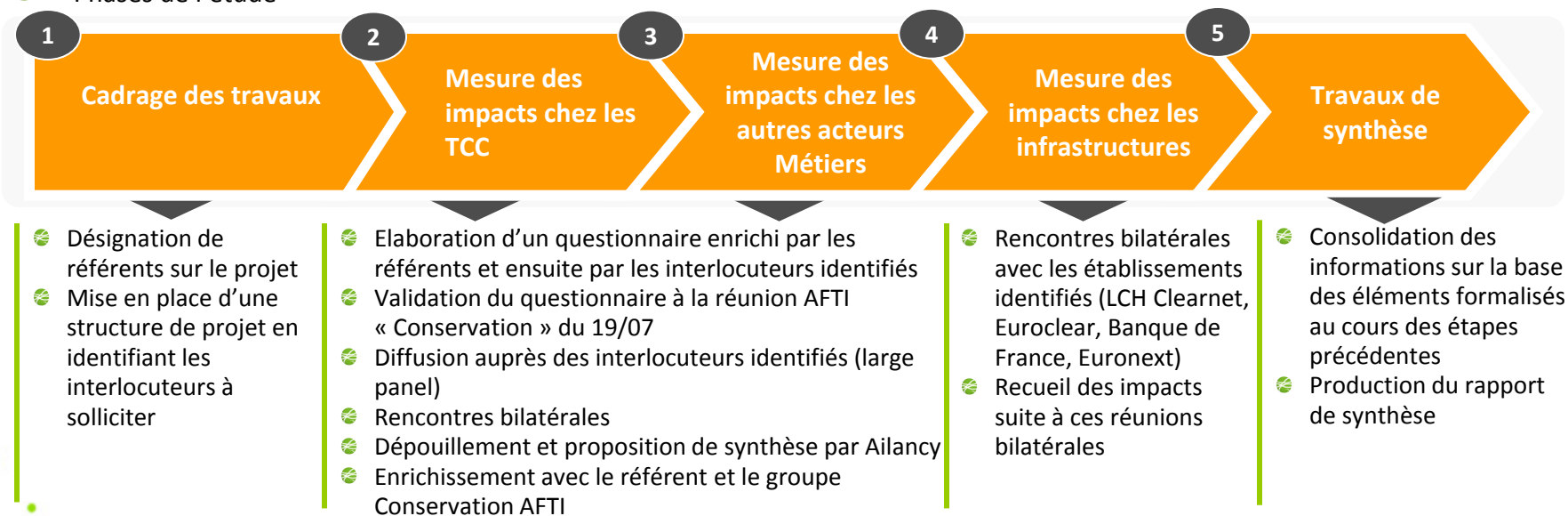
Principes directeurs de la démarche

4

- Le périmètre de l'étude est le périmètre d'application réglementaire du R/L à J+2, ce qui suppose au préalable de cerner le champ d'application actuel du R/L à J+3 :

- Toute opération admise au système de R/L d'un CSD (Euroclear France) dès lors que celle-ci est négociée sur
 - Un système réglementé ou
 - Un système multilatéral de négociation ou
 - Un marché de gré à gré sauf si les contreparties en décident autrement

Phases de l'étude



Statistiques de réponses au questionnaire

- 34% est le taux de réponses reçues par rapport au total des réponses attendues des établissements interrogés
- Ce taux ne tient pas compte du poids des établissements ayant répondu en sachant que les plus grands établissements français ont majoritairement répondu au questionnaire

Synthèse de l'analyse d'impacts

Principaux points clés identifiés

5

1 Ordonnancement du passage des pays au R/L à J+2

- L'ordonnancement du passage du R/L à J+2 va dépendre des textes européens via une réglementation ou via une Directive CSD qui comporterait les détails de la mise en application du J+2. Ces textes préciseront:
 - Soit une mise en application par calendrier propre à chaque pays
 - Soit une mise en application simultanée pour tous les pays concernés
- Un risque fort de liquidité est identifié en cas de passage simultané

2 Périmètre privilégié pour la France

- Le périmètre pays privilégié pour la France pour le passage à J+2 est (sous réserve d'un démarrage progressif par pays):
 - A minima ESES
 - Et de préférence ESES + Portugal

3 Dépendance avec d'autres projets

- **Interdépendance avec T2S** : passage privilégié de tous les pays avant T2S afin de tirer profit de la plateforme (fluidification du R/L et activités connexes dont OST) et d'éviter des problématiques d'avantages concurrentiels
- **Interdépendance plus nuancée avec HDD/HDR** (projet d'harmonisation des OST) : dans le cas de l'existence de cette interdépendance, un passage avant ou simultané à HDD/HDR (fin 2013) est privilégié

4 Timing du projet

- **Avant T2S:**
 - Si passage progressif => Mise en application du J+2 pour la France avant la 3ème vague T2S (T1 2015), en anticipant 12 à 18 mois de tests => Nécessité de prise de décision avant début 2013
 - Si passage simultané => Mise en application du J+2 pour la France avant la 1ère vague de T2S (T1 2014), en anticipant 12 à 18 mois de tests => Nécessité de prise de décision avant début 2012
- **Après T2S** : après la 3ème vague T2S
- **Périodes à éviter** : saison d'OST (mai-juin), celle des AG, fins d'année, trimestre et mois, périodes de vacances (noël, août)
- **Période privilégiée**: septembre et novembre, hors swift release (novembre)

5 Point d'ancrage d'une valeur donnée

- La règle d'ancrage privilégiée en J+2 pour une valeur donnée est "l'Issuer CSD" (en cohérence avec T2S)
- Les MTF fonctionneront avec 2 cycles de dénouements (ce qui est le cas actuellement à moindre échelle avec l'Allemagne)

Synthèse de l'analyse d'impacts

Vue d'ensemble des types d'impacts

Acteur Impacté	Type d'impact	Complexité
Infrastructures		
<i>Euroclear</i>	Organisationnel	Faible
<i>LCH Clearnet</i>	Organisationnel et Business	Moyenne
<i>NYSE Euronext</i>	<i>Peu d'impacts identifiés</i>	
<i>Banque de France</i>	<i>Peu d'impacts identifiés</i>	
TCC Institutionnel	Organisationnel	Moyenne
TCC Retail	Organisationnel et Business	Moyenne
Broker	Organisationnel et Business	Moyenne
Société de Gestion	Organisationnel et Business	Moyenne
Clearer	Organisationnel et Business	Moyenne
Emetteur	Organisationnel	Moyenne

Les impacts identifiés sont plus d'ordre organisationnel que technique et touchent au volet business pour certains acteurs

Cependant, les impacts sur l'informatique ne sont pas à négliger
La complexité relève davantage de la multitude des points à traiter

Synthèse de l'analyse d'impacts

Impacts juridiques et fiscaux

1. Impacts juridiques

- Impacts sur les conventions
 - Les conventions clients/fournisseurs où les délais de R/L sont détaillés ; des avenants ou des modifications sont à apporter à ces conventions
 - Une attention particulière est à porter aux documents techniques (SLA, Operating Memorandum, annexes,...)
- Impacts sur les prospectus limités en raison du faible nombre de prospectus en France annonçant le délai de R/L
- Impacts réglementaires
 - Transfert de propriété: modifications à apporter à l'**Article 570-2 du Règlement Général de l'AMF** mentionnant le délai de 3 jours
 - Droits de vote : modifications à apporter à l'**Article R. 225-85 du Code de commerce** mentionnant le délai de 3 jours
 - Pas d'impacts identifiés à ce stade sur les franchissements de seuil
 - BRN : vérifier si le délai est inscrit dans un texte réglementaire
 - Impacts potentiels si les statuts de certains émetteurs précisent « valeur cotée sur Euronext avec un délai de R/L à J+3 », si cela est avéré => nécessité d'un texte réglementaire qui se superpose aux statuts pour ne pas avoir à vérifier l'ensemble des statuts

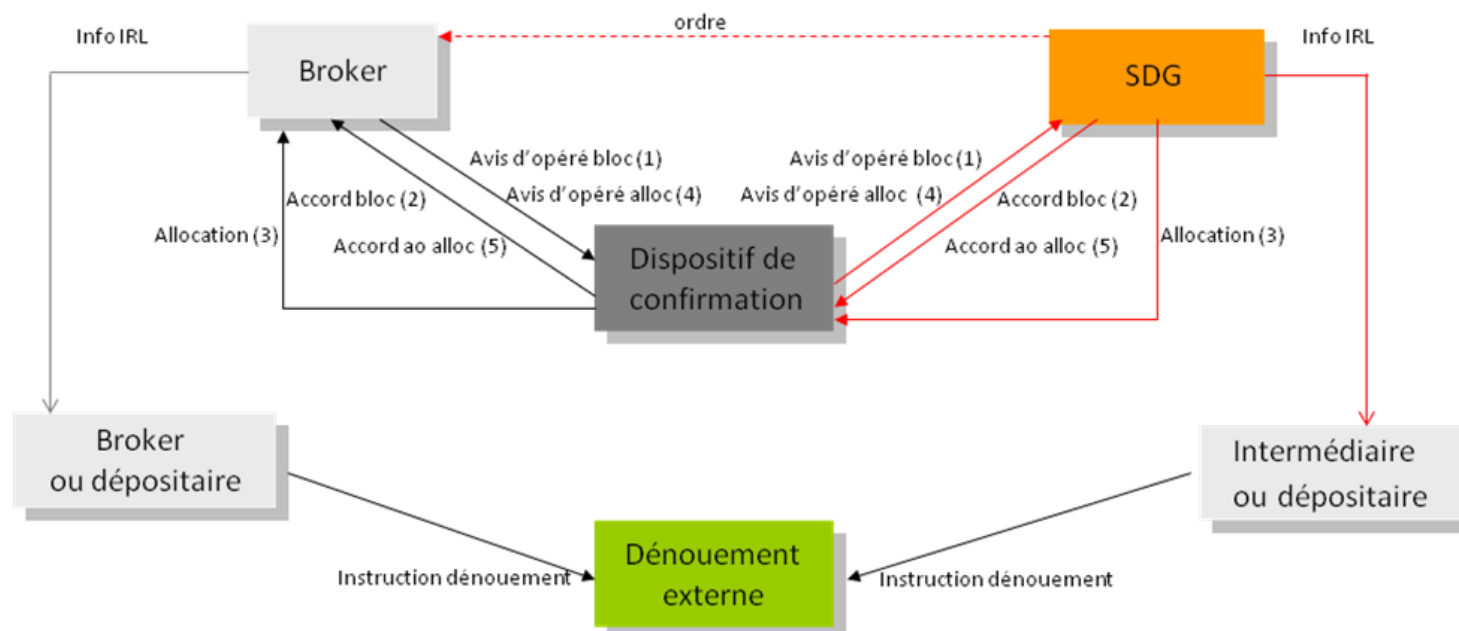
2. Impacts fiscaux

- Mise à jour par l'administration fiscale des instructions fiscales 5 C-4-06 du 8 novembre 2006, 5I-10-6 du 9 novembre 2006 et 7S-5-06 du 9 novembre 2006 s'impose car celles-ci font référence au "J+3"
- Changement de date sur les opérations de fin d'année à exclure de la fiscalité et passera des 3 derniers jours de décembre aux 2 derniers jours de décembre
- Les impacts techniques concernent l'ISF, l'IFU (cession de fin d'année), le relevé de portefeuille au 31/12

Synthèse de l'analyse d'impacts

Les processus opérationnels (1/2)

- Le principe retenu lors de l'étude a été de reprendre tout le cycle des opérations, concernant des acteurs du front, du middle et du back office
 - Le passage du R/L à J+2 nécessite de s'interroger sur les actions à mener pour être en mesure de raccourcir le délai de l'ensemble du process entre la négociation et le R/L
- Ci-dessous un exemple du dispositif devant se dérouler sur 2 jours



Synthèse de l'analyse d'impacts

Les processus opérationnels (2/2)

Les processus opérationnels de tous les acteurs seront impactés mais de manière distincte

Société de Gestion

- Fort impact sur **les processus de transmission des ordres, de confirmation et de génération d'IRLs** en particulier pour les établissements utilisant des process non automatisés et qui ont recours au fax
- Impact lié à **la synchronisation de la gestion actif/passif**
 - Les R/L des parts des fonds dont l'actif se dénoue en J+2 devraient également se caler sur du J+2
 - Impact sur le délai cumulé des trois process suivants qui devra se réduire :
 - Calcul de la VL
 - Emission des avis d'opérés depuis le centralisateur vers le TCC donneur d'ordres
 - Génération des IRL vers les CSD

TCC (Institutionnels / Retail)

- Fort impact sur le processus de **gestion des IRLs** et qui est dépendant de la capacité de la Société de Gestion à transmettre dans les délais les informations nécessaires à ces instructions
 - Cette capacité est fortement altérée dès lors que les Sociétés de Gestion ne sont pas automatisées
- Anticipation d'une **augmentation du taux de suspens** (au moins pendant les jours suivants la bascule) pouvant conduire à un recours plus important aux emprunts de titres
- Impact sur **l'envoi des BRN** : une réduction du délai de 4 à 3 jours devrait s'imposer, même si les TCC expriment le souhait d'émettre les BRN en « Dénouement +2 » afin de ne pas modifier leurs applicatifs

Brokers

- Fort impact sur **le processus de confirmation** qui est dépendant de la capacité de la Société de Gestion à procéder au rapprochement des ordres et à la transmission de la confirmation dans les délais
 - Cette capacité est fortement altérée dès lors que les Sociétés de Gestion ne sont pas automatisées

Les processus opérationnels des autres acteurs (**Euroclear, LCH Clearnet, les Clearers, les Emetteurs**) seraient moins impactés mais devront également s'ajuster au nouveau cycle de R/L

L'analyse des impacts sur les processus opérationnels converge vers la nécessité d'automatisation des processus notamment au sein des Sociétés de Gestion

Synthèse de l'analyse d'impacts

Le volet Business, l'Informatique et la Liquidité

Impacts sur le volet Business

TCC Institutionnels

- Peu d'impacts

TCC Retail

- Impact financier sur les établissements se rémunérant sur la base des dates de valeur
- 1 jour de cash en mois à placer

LCH Clearnet

- Impact sur la trésorerie front office du fait de la réduction des fonds disponibles aux mécanismes de placement puisque la CCP aura 1 jour de moins d'engagement

Clearers

- Impact similaire à celui de LCH Clearnet concernant la réduction des fonds disponibles aux mécanismes de placement

Sociétés de Gestion

- Eventuel Impact sur les opportunités commerciales notamment avec la clientèle asiatique pour laquelle une réelle difficulté à livrer/régler à J+2 se fait ressentir

Brokers

- Eventuel Impact dans le cas d'une incitation plus forte à différencier la tarification vis-à-vis des Sociétés de Gestion en fonction de leur automatisation ou non

Impacts sur l'Informatique

- Des adaptations seront à réaliser sur plusieurs domaines fonctionnels et ce pour tous les acteurs
- Ces adaptations ne seraient pas unitairement d'une grande complexité
- La complexité relève davantage de la multitude des points à traiter

Impacts sur la Liquidité

- Impacts identifiés lors de la bascule en raison d'une volumétrie plus importante (cohabitation du J+3 et du J+2)
- Un risque de suspens plus élevés qu'usuellement est prévu en post démarrage
- Incidence identifiée sur le marché du prêt-emprunt

Synthèse de l'analyse d'impacts

Tableau de bord des actions à mener par acteur (1/2)



Suite à l'analyse des impacts pour chaque acteur, un tableau de bord prévisionnel des actions à mener a été élaboré



Les actions listées correspondent à ce que les établissements interrogés ont identifiés à ce stade

Acteur	Actions à mener
Euroclear	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Réaliser les paramétrages requis afin d'appliquer J+2 comme date de dénouement, de générer le culot à J+1 soir, de revoir le séquençement des dates d'OST, de prendre en compte le raccourcissement du délai d'envoi des BRN, ...
LCH Clearnet	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Réaliser les paramétrages requis afin de : <ul style="list-style-type: none"> – Adapter la gestion de la défaillance d'un membre compensateur en révisant éventuellement le cadencement des tâches et les procédures existantes s'appuyant aujourd'hui sur un délai de 3 jours – Ajuster les appels de marge aux clients à 2 jours de positions ouvertes ➤ Mobiliser les liquidités nécessaires pour fluidifier le dénouement si un taux de suspens élevé est constaté après la bascule ➤ Mobiliser de manière temporaire l'équipe opérationnelle en charge du suivi des suspens pendant les quelques semaines suivant la bascule
TCC Institutionnels	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Réviser les processus de pré-matching, de gestion des relances, de gestion des trades SBI (avec un culot à J+1 soir) notamment en cas de refus ➤ Accélérer le traitement des fax reçus (réception des IRLs) ➤ Adapter les processus de traitement du nominatif à un calendrier serré d'envoi de BRN ➤ Modifier l'élaboration du relevé ISF pour tenir compte des opérations de fin d'année J-2 au lieu de J-3 pour le transfert de propriété ➤ Revoir le SI pour les domaines fonctionnels impactés et anticiper les paramétrages
TCC Retail	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Réviser les dates de valeurs appliquées au client (calées généralement sur le J+3) en plus des actions citées ci-dessus pour les TCC Institutionnels ➤ Pour les acteurs concernés, mesurer les impacts financiers sur le modèle économique

Synthèse de l'analyse d'impacts

Tableau de bord des actions à mener par acteur (2/2)

Acteur	Actions à mener
Sociétés de Gestion	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Automatiser au maximum les processus de confirmation des ordres et de génération des IRLs ➤ Vérifier le besoin de synchroniser l'actif et le passif des fonds dans le cadre du nouveau cycle de R/L et dans ce cas là <ul style="list-style-type: none"> – Réduire le traitement des 3 process (calcul de la VL, émission des avis d'opérés depuis le centralisateur vers le TCC donneur d'ordres, génération des IRL vers les CSD) à 2 jours ➤ Etendre éventuellement les plages horaires des prestataires afin de faire face aux difficultés liées au décalage horaire
Brokers	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Revoir la « market discipline » pour matcher et prématcher les ordres plus rapidement ➤ Optimiser les outils de gestion prévisionnelle afin de mieux gérer le besoin en trésorerie et d'anticiper le besoin en couverture ➤ Revoir les règles d'ajustements dans SBI (le culot sera à J+1 soir) ➤ Améliorer les cut off avec les dépositaires ➤ Mener une réflexion sur le modèle économique : faut-il faire évoluer la tarification appliquée en fonction de l'automatisation ou non des Sociétés de Gestion
Clearers	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Adapter l'ensemble des processus au nouveau cycle de R/L notamment les processus d'accord/refus SBI et ceux de la gestion des relances ➤ Anticiper un impact sur le cash dans la mesure où il y aura une réduction des fonds disponibles aux mécanismes de placement de la trésorerie front office
Emetteurs	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Gérer la mise à jour à J-2 pour la prise de photo des ayants droits à l'assemblée générale

Les actions à mener convergent dans le sens d'une automatisation des processus et leur accélération afin de s'adapter au nouveau cycle de R/L

1. Gouvernance

- Tous les établissements interrogés s'accordent sur la nécessité d'une coordination globale et à l'échelle européenne pour la réussite du projet
- Entités proposées par les établissements interrogées
 - CSD : Euroclear France lié à ESES et pouvant se coordonner à l'échelle Européenne
 - AFTI
 - Un comité de place au niveau national représentant l'ensemble des populations d'acteurs concernés ou idéalement un comité de coordination entre les différents marchés NYSE Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam & Lisbonne) impactés

2. Intercation à l'échelle Européenne

- Le changement du délai de R/L doit être commun à toute la zone ESES à minima et de préférence à ESES + le Portugal.
 - A défaut, les impacts sur les systèmes seront très lourds et les coûts de cohabitation des deux cycles de dénouement importants
- S'il apparait indispensable que certains marchés comme ceux du Single Order Book de NYSE Euronext (Paris, Bruxelles & Amsterdam) dénouant en Euroclear (ESES) migrent conjointement, il est fort probable que les deux cycles cohabitent pour certains MTFs proposant des valeurs ayant des "Issuers CSDs" différents

1. L'ordonnancement du passage à J+2 est un point majeur dans l'appréciation du projet
 - Quels seront les pays concernés par l'application du J+2 ?
 - Quel sera le séquençement de la mise en œuvre du projet ?
 - Passage simultané
 - Passage selon le calendrier de chaque pays
 - Passage par vagues comme pour T2S
2. La mesure des besoins en terme de cash lors de la bascule permettrait de qualifier de manière plus précise l'impact sur la liquidité
 - Certains établissements qualifient ces impacts de forts du fait d'une grande volumétrie ce jour là (le dénouement le même jour de 2 jours de bourse)
 - Certains établissements estiment en revanche que ces impacts sont à nuancer puisque la volumétrie ce jour là, concernerait un faible pourcentage des échanges sur le marché ; ceci correspondrait à des journées exceptionnelles sur le marché actuellement
3. Quelle est la volumétrie des opérations se dénouant aujourd'hui à J+3?
 - Qu'en est-il des produits taux, dont 80% se négocient sur des plateformes électroniques (ICAP) et qui se dénouent aujourd'hui à J+3 ?
4. L'analyse des impacts sur les fournisseurs de données (SixTelekurs,...) s'impose selon les établissements interrogés afin d'évaluer leur capacité à s'ajuster au nouveau cycle de R/L
5. L'analyse des impacts sur les distributeurs est également à approfondir
6. Il est recommandé de prendre contact avec la Belgique et les Pays Bas pour se coordonner sur l'approche relative au périmètre ESES ? ainsi qu'avec le Portugal pour intégrer le périmètre NYSE Euronext
7. Il serait intéressant de lister, au-delà de la France, les MTF et leurs cycles actuels de R/L
8. Il convient d'évaluer l'opportunité de lancer un groupe de travail sur l'optimisation des process confirmation / génération des IRL

Nos coordonnées

21, boulevard Haussmann – 75009 Paris
Tel : +33 1 80 18 11 60
Fax : +33 1 80 18 11 99
www.ailancy.com

marie-therese.aycard@ailancy.com
mounia.chiboub@ailancy.com

