

Etude AFTI sur les impacts du passage du règlement/livraison à J+2

Etude réalisée par Ailancy sous l'égide de l'AFTI
Référents du Projet : Philippe Bellande et Pierre Colladon (SGSS)

Sommaire

1. INTRODUCTION.....	4
a. Rappel du contexte.....	4
b. Objectifs.....	4
2. PRINCIPES DIRECTEURS DE LA DEMARCHE	5
a. Périmètre (Marché, Instruments Financiers)	5
b. Principes Généraux	6
c. Statistiques des réponses reçues	6
3. ANALYSE DES IMPACTS JURIDIQUES ET FISCAUX	7
a. Impacts juridiques.....	7
b. Impacts fiscaux	9
4. PRINCIPAUX POINTS CLES	10
5. ANALYSE DES IMPACTS PAR ACTEUR ET PAR NATURE D’IMPACT (Processus Opérationnel, Liquidité, Informatique, Commercial, Organisationnel, Communication, Risque)	11
a. Infrastructures de Marché	12
b. Teneurs De Comptes Conservateurs (TCC)	14
c. Sociétés de Gestion.....	17
d. Brokers.....	20
e. Clearers	21
f. Emetteurs	22
g. Distributeurs.....	22
6. TABLEAU DE BORD PREVISIONNEL POUR CHAQUE ACTEUR	23
a. Infrastructures	23
b. TCC.....	24
c. Sociétés de Gestion.....	25
d. Brokers.....	25
e. Clearers	26
f. Emetteurs	26
g. Distributeurs.....	26
7. VUE D’ENSEMBLE	27
1. Interconnexions entre les différents acteurs.....	27
2. Coordination dans la mise en œuvre du projet	27
3. Impacts du séquençement du passage à J+2 sur la compétitivité des pays.....	28

4. Point d’ancrage des valeurs	28
8. COORDINATION INTERBANCAIRE A METTRE EN PLACE POUR SUIVRE LA MISE EN ŒUVRE OPERATIONNELLE.....	28
a. Gouvernance	28
b. Interdépendances avec d’autres projets	29
c. Timing du projet et périodes à éviter pour la bascule.....	29
d. Interactions à L’échelle Européenne.....	30
9. QUESTIONS A APPROFONDIR DANS UN 2 ^{EME} TEMPS	30

1. INTRODUCTION

a. Rappel du contexte

L’AFTI (Association française des professionnels des titres) promeut et représente les métiers du post-marché sur la place de Paris et au sein de l’Union Européenne.

L’activité de génération des instructions de règlement / livraison, et celle de suivi de ces opérations jusqu’à leur dénouement constituent un axe fort du post-marché.

Ce process de règlement / livraison (R/L) nécessite un délai de trois jours, délai quasi standardisé dans le monde entier.

Pour autant, l’Allemagne et Taiwan ont déjà opté pour un délai plus court, et dénouent les opérations en J+2.

En octobre 2010, la loi sur la régulation Bancaire et Financière a acté la réduction du délai de règlement / livraison à un délai inférieur à 2 jours, sauf exceptions prévues par le Règlement général de l’AMF et sous réserve d’une harmonisation au plan européen.

Cette loi s’inscrit dans la perspective du projet T2S qui nécessite une harmonisation européenne, incluant la place londonienne.

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.

b. Objectifs

	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

2. PRINCIPES DIRECTEURS DE LA DEMARCHE

- a. Périimètre (Marché, Instruments Financiers)

Cerner le champ d'application réglementaire du R/L à J+2 suppose au préalable de cerner le champ d'application actuel du R/L à J+3.

Pour cela, le **Règlement Général de l'AMF, Article 570-2** stipule :

« En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés (Arrêté du 30 juillet 2009) « au II » de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, sur un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V, le transfert de propriété, mentionné à l'article (Arrêté du 20 août 2010) « L. 211-17 » du code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur. Cette inscription a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison, lorsque le compte du teneur de compte conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central.

*Sauf exceptions prévues aux articles 570-3 à 570-8 et (Arrêté du 5 août 2008) « 322-65 », cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte **intervient au terme d'un délai de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres.***

Cette même date s'applique lorsque les instruments financiers de l'acheteur et du vendeur sont inscrits dans les livres d'un teneur de compte conservateur commun. »

Les marchés mentionnés dans cet article sont les **marchés réglementés** et les **systèmes multilatéraux de négociation**.

Les **instruments financiers** mentionnés (Arrêté du 30 juillet 2009) « au II » de l'article **L. 211-1** du code sont :

- 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions**
- 2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse**
- 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif**

Par ailleurs l'article (Arrêté du 20 août 2010) « **L. 211-17** » du code monétaire et financier stipule :

« Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur.

***Lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers** mentionné à l'article L. 330-1, le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte-titres de l'acquéreur, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers... ».*

Le cas du marché de gré à gré est mentionné dans l'**Article 570-8** :

« En cas de cession hors d'un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V ou d'une négociation assimilée à une telle cession, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, et hors le cas prévu à l'article 570-7, le transfert de propriété, mentionné à l'article (Arrêté du 20 août 2010) « L. 211-17 » du code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur, laquelle a lieu lorsque le compte de son teneur de compte conservateur est crédité dans les livres du dépositaire central.

Cette date d'inscription en compte intervient au terme d'un délai de trois jours ouvrés après la date de cession, sauf si les parties en conviennent autrement.

Cette même date s'applique lorsque les instruments financiers de l'acheteur et du vendeur sont inscrits dans les livres d'un teneur de compte conservateur commun. »

En conclusion, le R/L à J+3 est appliqué à toute opération admise au système de R/L d'un CSD dès lors que celle-ci est négociée sur:

- Un marché réglementé ou
- Un système multilatéral de négociation ou
- Un marché de gré à gré sauf si les contreparties en décident autrement

Le système de R/L est celui d'Euroclear France

b. Principes Généraux

1. Structuration et cadrage des travaux

- Désignation de référents sur l'étude afin de valider la démarche, faciliter les contacts, représenter le point d'entrée des échanges, enrichir les livrables, ... :
 - P. Bellande et P. Colladon de SGSS
- Mise en place de la structure du projet :
 - Identification des interlocuteurs participant à l'enrichissement du questionnaire
 - Identification des établissements à interroger

2. Démarche globale

- Elaboration d'un questionnaire pour les acteurs impactés (TCC, Brokers, Sociétés de Gestion, Clearers, Emetteur, Distributeur) organisé par différents thèmes
 - Un premier questionnaire est proposé par Ailancy et ensuite enrichi avec les référents sur le projet de l'étude
 - Il est ensuite enrichi par les acteurs identifiés (panel large d'acteurs représentatifs de différents types d'établissements)
- Validation du questionnaire lors de la réunion du groupe Conservation de l'AFTI du 19 juillet
- Transmission du questionnaire à un panel large d'acteurs
- Rencontres bilatérales avec les infrastructures afin de recueillir leurs impacts
- Rencontres bilatérales avec des acteurs représentatifs :
 - pour garantir la bonne compréhension du questionnaire
 - pour sensibiliser sur l'importance des travaux à mener
 - pour sécuriser l'obtention des réponses dans les délais demandés
- Dépouillement du questionnaire et consolidation des informations obtenues à travers les réponses et lors des réunions bilatérales
- Proposition de synthèse par Ailancy
- Enrichissement avec les référents
- Présentation de la synthèse

c. Statistiques des réponses reçues

Les statistiques ci-dessous se basent sur le nombre de réponses prévues et non sur le nombre d'établissements interrogés.

En effet, le questionnaire est réalisé de telle sorte à ce qu'un seul établissement puisse fournir plusieurs réponses selon les métiers qu'il exerce (TCC Retail, TCC Institutionnel, Distributeur, ...).

Par ailleurs, il est important de signaler que ce taux de réponses de 34% reflète le nombre de réponses reçues mais ne tient pas compte du poids des établissements ayant répondu.

En effet, les grands établissements français ont majoritairement répondu au questionnaire.

Type d'établissement	Nombre de réponses prévues	Nombre de réponses reçues	Pourcentage de réponse
TCC Institutionnels	22	7	32%
TCC Retail	21	6	28%
Société de Gestion	14	5	36%
Brokers	5	2	40%
Clearers	3	1	33%
Emetteurs	4	3	75%
Distributeurs*	2	0	0%
Total	71	24	34%

**Les réponses comptabilisées pour les distributeurs sont uniquement celles des distributeurs purs (BRED Banque Populaire, Crédit Foncier), les autres établissements ayant répondu au titre de tous les métiers dont celui de distributeur ne sont pas pris en compte car ces derniers n'ont pas fourni de réponses précises au titre du métier de distributeur*

3. ANALYSE DES IMPACTS JURIDIQUES ET FISCAUX

Les impacts juridiques et fiscaux sont analysés avec une vision globale sur tous les types d'acteurs

a. Impacts juridiques

Les impacts sur les conventions :

- Les conventions clients/fournisseurs impactées sont celles où les délais de R/L sont détaillés ; des avenants ou des modifications sont à apporter à ces conventions afin qu'elles prennent compte du nouveau cycle de R/L
- Une attention particulière est à porter aux documents techniques (SLA, Operating Memorandum, annexes,...)

Les impacts sur les prospectus restent limités dans la mesure où peu de prospectus en France annoncent le délai de R/L ; il convient néanmoins pour ceux qui le détaillent de préciser la modification si les fonds sont admis en Euroclear et suivent par conséquent le nouveau cycle de R/L.

A ce stade, les établissements n'ont pas répondu de manière précise sur le sujet qui reste donc à détailler même s'il n'y a pas d'alertes à remonter en particulier.

Les impacts sur les textes réglementaires :

- Les impacts identifiés sur le **transfert de propriété**
 - Il n'y a pas d'impacts sur le **code monétaire et financier** dans la mesure où **l'article L211-17**, mentionne l'harmonisation entre le délai de transfert de propriété et de délai de R/L sans citer le délai de R/L

- Ce délai est néanmoins précisé dans l'**article 570-2 du Règlement Général de l'AMF** « ...cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme **d'un délai de trois jours** de négociation après la date d'exécution des ordres... », ce qui suppose une modification de ce texte

➤ Les impacts identifiés sur les **droits de vote**

- Un changement de la règle relative au droit de participer à l'assemblée (qui est subordonné à la constatation de l'enregistrement comptable de l'actionnaire 3 jours avant l'AG) est à anticiper. En effet, la date à laquelle il est nécessaire que les actions soient enregistrées comptablement ("record date", actuellement 3ème jour de bourse 0h00 avant l'assemblée générale) devra être harmonisée avec le nouveau délai de R/L.
- Des modifications sont par ailleurs à prévoir sur l'Article R. 225-85 du Code de commerce qui mentionne plusieurs fois ce délai
- **Article R. 225-85 du Code de commerce** « I. - Il est justifié du droit de participer aux assemblées générales des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un dépositaire central par l'enregistrement comptable des titres au nom de l'actionnaire ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte en application du septième alinéa de l'article L. 228-1, **au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris, soit dans les comptes de titres nominatifs tenus par la société, soit dans les comptes de titres au porteur tenus par l'intermédiaire habilité.**

*II. - L'inscription ou l'enregistrement comptable des titres dans les comptes de titres au porteur tenus par l'intermédiaire habilité est constaté par une attestation de participation délivrée par ce dernier, le cas échéant par voie électronique dans les conditions prévues à l'article R. 225-61, en annexe au formulaire de vote à distance ou de procuration ou à la demande de carte d'admission établis au nom de l'actionnaire ou pour le compte de l'actionnaire représenté par l'intermédiaire inscrit. Une attestation est également délivrée à l'actionnaire souhaitant participer physiquement à l'assemblée et qui n'a pas reçu sa carte d'admission **le troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris.***

III. - Lorsque l'actionnaire a déjà exprimé son vote à distance, envoyé un pouvoir ou demandé sa carte d'admission ou une attestation de participation dans les conditions prévues à la dernière phrase du II, il ne peut plus choisir un autre mode de participation à l'assemblée, sauf disposition contraire des statuts.

IV. - L'actionnaire qui a déjà exprimé son vote à distance, envoyé un pouvoir ou demandé sa carte d'admission ou une attestation de participation dans les conditions prévues à la dernière phrase du II peut à tout moment céder tout ou partie de ses actions.

*Cependant, si la cession intervient **avant le troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris**, la société invalide ou modifie en conséquence, selon le cas, le vote exprimé à distance, le pouvoir, la carte d'admission ou l'attestation de participation. A cette fin, l'intermédiaire habilité teneur de compte notifie la cession à la société ou à son mandataire et lui transmet les informations nécessaires.*

*Aucune cession ni aucune autre opération réalisée **après le troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris**, quel que soit le moyen utilisé, n'est notifiée par l'intermédiaire habilité ou prise en considération par la société, nonobstant toute convention contraire. »*

➤ Les impacts identifiés sur les **franchissements de seuil**

- A ce stade, il semblerait qu'il n'y ait pas d'impacts sur les franchissements de seuil

➤ Les impacts dans le cadre de l'**émission des BRN**

- Aujourd'hui les BRN sont transmis le lendemain du transfert de propriété, soit à J+4
- Ce délai devrait donc évoluer vers J+3
- Il faut vérifier si le délai est inscrit dans un texte réglementaire

➤ **Les impacts potentiels chez certains émetteurs**

- Il existe éventuellement des statuts qui précisent « valeur cotée sur Euronext avec un délai de R/L à J+3 », si cela est avéré, il faudrait éventuellement un texte réglementaire qui se superpose aux statuts pour ne pas avoir à vérifier l'ensemble des statuts.

b.

Impacts fiscaux

Une 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".

Par ailleurs, un changement de date sur les opérations de fin d'année à exclusion de la fiscalité devra s'opérer 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

4. PRINCIPAUX POINTS CLES

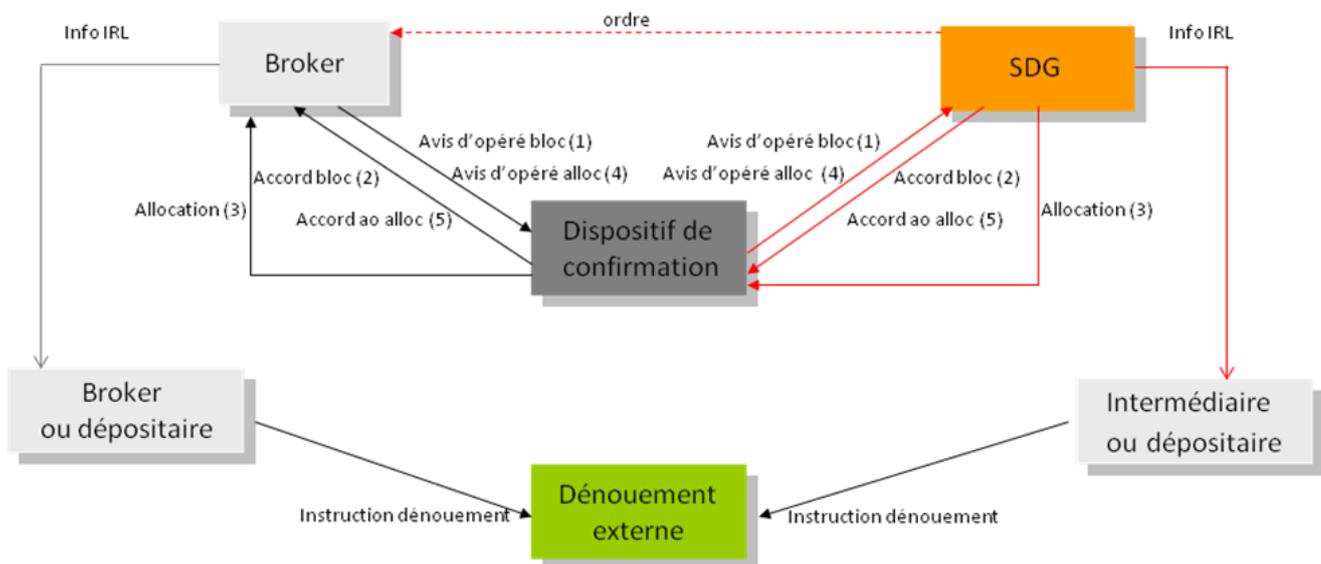
Principaux points clés identifiés lors de l'étude :

1. 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. 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. Timing du projet et dépendance avec d'autres projet
 - Avant ou après T2S ?
 - Un passage avant T2S est relativement privilégié afin de permettre de tirer profit de la mise en place de cette plateforme (fluidification du R/L et activités connexes dont OST)
 - Si le démarrage des pays est simultané pour le J+2 => passage avant la 1^{ère} vague T2S
 - Si le démarrage des pays est progressif pour le J+2=> passage avant la 3^{ème} vague T2S
 - Avant ou après HDD/HDR?
 - Une dépendance avec HDD/HDR a été identifiée par certains établissements qui préconisent un passage avant ou simultané à HDD/HDR pour éviter d'avoir un 2^{ème} version du cahier des charges suite au passage à un nouveau cycle de R/L
 - De ce point de vue, en tenant compte du calendrier HDD/HDR, il faudrait démarrer avant fin 2013
 - Cette dépendance reste néanmoins à nuancer selon d'autres établissements
4. 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)

Pour rappel, 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.

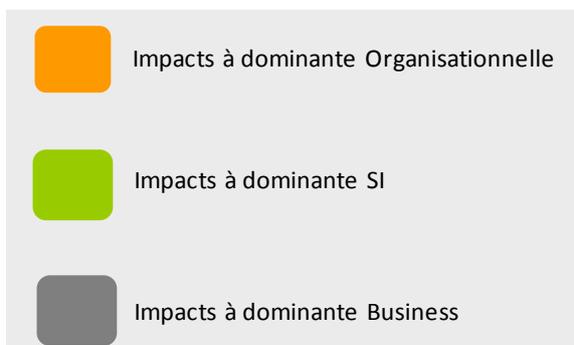
En effet, le passage du R/L à J+2 nécessite de s'interroger sur les actions à mener pour être en mesure de raccourcir le délai de l'ensemble du process entre la négociation et le R/L.

Ci-dessous un exemple du dispositif devant se dérouler sur 2 jours :



5. ANALYSE DES IMPACTS PAR ACTEUR ET PAR NATURE D'IMPACT (Processus Opérationnel, Liquidité, Informatique, Commercial, Organisationnel, Communication, Risque)

Nous proposons de mettre un code couleur à côté de chaque type d'acteur afin de décrire le type d'impacts dominant :



a.

Infrastructures de Marché

1. Euroclear

En tant que dépositaire central, Euroclear joue un rôle majeur dans le dénouement des opérations puisque les titres détenus en propre ou au nom des clients par les intermédiaires financiers y sont déposés.

Euroclear tient par ailleurs les comptes d'intermédiaires de 1^{er} niveau qui agissent comme dépositaires locaux sur un titre en particulier ; la finalité du R/L sur ce titre est acquise par l'enregistrement d'un transfert de compte à compte entre 2 dépositaires locaux dans les livres du dépositaire central.

Enfin Euroclear est également l'opérateur d'un système d'information qui permet de traiter automatiquement les opérations de règlement-livraison ainsi que les OST (opérations sur titres) sur les titres dont il est le dépositaire.

Ce système de R/L est RGV, auquel sont affiliés (c'est-à-dire titulaires d'un compte titres) la plupart des établissements bancaires français mais aussi un certain nombre d'établissements étrangers.

Le changement du délai de R/L impacte donc Euroclear France mais ces impacts ne semblent pas être de grande ampleur.

En effet, les impacts sont plus d'ordre organisationnel que technique et concernent le décalage de certaines dates de traitements calées sur le cycle de R/L.

Le culot s'applique aujourd'hui si l'intermédiaire n'a pas répondu le soir précédant la date de dénouement, ce qui correspond actuellement à J+2 soir et qui correspondrait à J+1 soir dans le nouveau système de R/L.

Une logique similaire s'applique au traitement des OST qui est calé sur le cycle de R/L. Le séquençage actuel des dates d'OST (EX-Date= Record Date+2) devrait être modifié à (EX-Date= Record Date+1) puisque la Record Date a lieu la veille de la Payment Date.

Le traitement du nominatif peut également être impacté par le R/L à J+2 si un raccourcissement de la date d'envoi des BRN est prévu.

Des impacts significatifs ont été également identifiés (et restent tout de même à nuancer selon Euroclear) lors de la bascule pour des raisons de volumétrie du fait du dénouement de deux jours de bourse la même journée.

D'un point de vue informatique, Euroclear estime que les impacts seront faibles sur SBI, SLAB et le sous-système de dénouement, des paramétrages restent néanmoins à réaliser afin de s'ajuster sur le nouveau cycle de dénouement.

Une coordination lors des tests est identifiée comme nécessaire avec une vigilance accrue lors de la bascule.

2. LCH Clearnet

En tant que Chambre de Compensation, LCH Clearnet joue également un rôle majeur dans le dénouement des ordres puisqu'elle permet aux banques et aux institutions financières, membres de la chambre de compensation, de régler les montants dus et de recevoir les actifs correspondants aux transactions qu'elles ont effectuées sur les marchés en se portant garante de la bonne fin des opérations.

LCH Clearnet est donc impactée par le changement du délai de R/L ; ces impacts semblent néanmoins être plus d'ordre organisationnel que technique.

- Impacts identifiés sur les processus opérationnels

D'un point de vue processus, un ajustement du traitement des IRLs devra s'opérer lié à l'émission des instructions et l'intégration des retours de dénouement un jour plutôt.

Le calcul du coupon couru sera également impacté indirectement dans la mesure où la CCP intègre le flux de plusieurs fournisseurs de données (Six Telekurs, Interactive Data,...), d'où la nécessité de s'assurer que les fournisseurs de données ajustent leur calcul de coupon couru et soient bien parties prenantes aux tests de place et à la bascule afin que la CCP puisse tester la réception et l'intégration des flux ajustés.

Par ailleurs LCH Clearnet anticipe une augmentation du nombre de suspens de manière temporaire pendant quelques semaines suivant la bascule. Cet impact nécessitera l'accroissement temporaire de l'équipe opérationnelle en charge du suivi des suspens et des rachats.

Sur le reporting, aucune modification de format ou de fréquence n'est prévue mais un ajustement de l'information fournie est à envisager pour tenir compte du nouveau cycle de R/L.

- Impacts identifiés sur la liquidité

Un impact sur la trésorerie front office est pressenti du fait de la réduction des fonds disponibles aux mécanismes de placement.

Les appels de fonds aux clients doivent être ajustés à 2 jours de positions ouvertes.

Par ailleurs, l'augmentation du nombre des suspens lors des quelques semaines après la bascule nécessitera la mobilisation de plus de liquidités afin de fluidifier le dénouement.

- Impacts identifiés sur la gestion des grands risques

Le passage à J+2 impactera la gestion de la défaillance selon LCH Clearnet. En effet, la CCP s'appuie aujourd'hui sur un délai de 3 jours pour liquider les positions d'un compensateur défaillant. Afin de mieux coller au nouveau cycle de R/L, la révision de la procédure de gestion de la défaillance d'un compensateur et plus particulièrement du cadencement des tâches dans ce processus semble appropriée.

- Impacts identifiés sur l'informatique

Peu d'impacts ont été identifiés sur l'informatique - LCH Clearnet, sachant déjà netter sur différents cycles de R/L - néanmoins la CCP insiste sur :

- La nécessité de réaliser des tests de régression impliquant tous les acteurs
- La prise en compte des différents projets internes relatifs à l'amélioration de son système de compensation cash, des projets communs au sein du groupe LCH Clearnet et de façon plus large des autres projets de place

3. NYSE Euronext

NYSE Euronext identifie peu d'impacts liés au passage du R/L à J+2 que ce soit sur les processus opérationnels ou bien sur l'informatique.

Un faible impact serait tout de même à envisager sur le calendrier des Offres publiques qui utilisent aujourd'hui une logique J+3.

4. Banque de France

La Banque de France n'identifie pas d'impact à ce stade sur sa structure en tant qu'infrastructure, que ce soit d'un point de vue organisationnel ou technique.
Néanmoins, un point d'attention est à soulever concernant la problématique de liquidité au démarrage.

b.	Teneurs	De	Comptes
Conservateurs (TCC)			

Les Teneurs de Compte Conservateurs sont les acteurs du marché qui sont au cœur du dénouement des opérations dans la mesure où ceux-ci veillent au R/L des transactions de leurs clients.

Les impacts sur ce type d'établissement est analysé selon la typologie de leurs clients : Institutionnels / Retail.

1. Institutionnels

Les impacts sur les TCC Institutionnels touchent à une grande partie de leurs processus actuels qu'ils devront ajuster.

- o Impacts identifiés sur les processus opérationnels

La gestion des IRLs est au cœur des processus opérationnels impactés par le passage à J+2 chez les TCC. Une grande partie des TCC interrogés estiment nécessaire de recevoir les informations nécessaires aux IRLs dès J au soir en J+2.

Ainsi ces établissements sont fortement dépendants de leurs clients quant à la gestion des IRLs surtout quand ces derniers fonctionnent par le biais de processus manuels.

La réduction du délai de gestion des IRLs implique également un traitement plus rapide de ces instructions au niveau du TCC et par conséquent une accélération des délais des processus de traitement.

Par ailleurs, la gestion des IRLs pourrait s'avérer problématique dès qu'il s'agit de modifier les IRLs en cas de désaccord avec la contrepartie. Les clients peuvent en effet manquer de temps pour faire ces modifications et cela peut entraîner un risque d'envoi tardif des IRLs.

Le système de relance au sein de ces établissements devra également s'adapter au nouveau cycle de R/L en s'accélération.

Les processus opérationnels du TCC sont dépendants des processus opérationnels du broker et de la société de gestion dans la mesure où les processus de confirmation et de pré-matching sont souvent sur le chemin critique de la génération des IRLs.

En effet, le processus de confirmation des ordres devra s'ajuster au raccourcissement du délai. Les confirmations automatisées ne posent pas de problème de timing, en revanche les confirmations manuelles présentent un risque opérationnel lié à la réception tardive des confirmations papier.

La date de réception idéale de ces confirmations manuelles dans le nouveau cycle de R/L est au plus tard à J+1.

La réduction d'un jour du timing de l'accord ou refus de l'AO SBI (J+1 17h au plus tard) présente également un risque opérationnel.

Des difficultés peuvent également être envisagées avec les investisseurs étrangers (investisseurs américains) et dans les transferts de titres entre CSD, liées au décalage horaire notamment dans le cadre d'un cut off à J+1.

Par ailleurs, une augmentation des taux de suspens est également pressentie par la majorité des établissements interrogés notamment sur les opérations cross borders en raison du décalage horaire, des process plus longs et souvent manuels et en raison de la gestion complexe des changements de dépositaires impliquant des délais longs (devrait se résorber avec T2S).

Cela peut conduire à un recours plus important aux prêts de titres afin de se couvrir des positions short et des accroissements de suspens.

L'augmentation des suspens risque également d'augmenter les ventes à nu et les défaillances du fait du raccourcissement de délai à 2 jours sur la vente à découvert.

Certains établissements interrogés insistent sur le risque d'augmentation des pénalités en cas de réduction imposée du délai de présentation d'envoi des BRN.

Un risque important est identifié au sein des établissements dont la chaîne BRN n'est pas automatisée et qui rencontrent déjà aujourd'hui des difficultés à envoyer les BRN à temps.

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.

Par ailleurs, les OST ne sont pas fortement impactés si l'ordonnancement Ex-Date et Record-Date suit le nouveau cycle de R/L.

En revanche, le traitement des OST risque de se complexifier à cause d'un calendrier plus serré rendant plus difficile la gestion de l'ajustement, des fails, des buy et des dépôts avec un risque d'augmentation parallèle des réponses investisseurs tardives.

D'autres établissements envisagent un impact positif à travers la réduction du nombre d'OST sur flux sous réserve d'une non augmentation des suspens.

Concernant, les assemblées générales, la date d'arrêt des positions devra se décaler à J-2 au lieu du J-3 actuel (J étant la date de l'assemblée).

D'un point de vue comptable, l'augmentation des suspens induirait un suivi plus lourd au niveau des comptes à régulariser.

- Impacts identifiés sur la liquidité

Comme mentionné par les infrastructures, un impact cash est à prévoir lors de la bascule en raison d'une volumétrie plus importante.

Les Banques centrales devraient être en mesure de préparer les liquidités nécessaires si besoin.

La gestion de la trésorerie risque ainsi de se complexifier à cause de l'augmentation du taux de suspens, ce qui obligera les trésoriers à tenir compte d'un taux de défaut plus élevé (tout au moins au début) avec un risque de perte d'opportunité en terme de trésorerie si les dispositifs internes ne sont pas assez efficaces.

- Impacts identifiés sur l'informatique

Des adaptations seront à réaliser sur plusieurs domaines fonctionnels :

- Sur le référentiel Valeur / OPCVM des dates en paramétrant les dénouements des opérations de souscription/rachat sur les OPCVM éligibles au système de R/L (et par conséquent au J+2)
- Sur le traitement des ordres en vérifiant les règles de gestion afin de modifier celles qui calculent la date de dénouement par défaut à J+3
- Sur les OST en alignant les dates d'OST sur ce le cycle de R/L (Ex date = Record Date -1) ; Pas d'autre adaptation à prévoir sur les OST : pour les OST internes, les traitements se basent sur les dates

renseignées dans le dossier d'OST, pour les OST sur flux Euroclear France, les traitements prennent en compte les données fournies par le CSD

- Sur les relevés de portefeuille, afin de tenir compte de la problématique du changement des derniers jours de fin d'année à exclure de la fiscalité (3 actuellement, à décaler à 2 dans le cadre de J+2)
- Sur la règle de transfert de propriété, IFU, ISF, relevés de titres

Les impacts identifiés ci-dessus sur l'informatique ne sont pas exhaustifs. Les établissements interrogés ont répondu de manière succincte aux questions liées à l'informatique.

Ces impacts doivent en effet être approfondis.

- o Impacts sur la gestion des grands risques

Certains établissements estiment que la réduction des encours avec le passage à J+2 réduirait le risque de faillites.

Quelques impacts sur les coûts sont par ailleurs recensés :

- La réduction de la mobilisation du collatéral d'un jour (2 au lieu de 3)
- Une probable augmentation des pénalités pour instructions tardives (mise en demeure, BRN hors délai, pénalité récurrente après la mise en demeure jusqu'à correction) et des claims d'intérêt liés à l'accroissement (au moins momentané) des suspens

2. Retail

Les impacts sur les TCC Retail concernent en grande partie les processus opérationnels ainsi que le volet business.

- o Impacts identifiés sur les processus opérationnels

Les processus de confirmation des ordres sont impactés à cause de la dépendance vis-à-vis des autres acteurs de la chaîne pour la confirmation des ordres.

Les établissements interrogés affichent leur besoin de recevoir la confirmation à J+1 au plus tard (dans le nouveau cycle de R/L) afin de pouvoir réaliser les tâches qui s'en suivent (gestion de la liquidité, du change,...). Pour cela, une automatisation systématique semble nécessaire.

Afin d'accélérer le processus, le TCC doit s'assurer de la rapidité de traitement des fax reçus dans le cas des traitements manuels.

Dans cette même logique d'accélération des tâches au sein des processus, le timing des relances et des refus automatiques vers les clients devrait être revu dans ce sens.

Une éventuelle augmentation du taux de suspens est également envisagée par les TCC Retail.

Le blocage dans SBI (envoi de l'AO moins d'une journée avant la date de R/L) peut conduire à l'augmentation des instructions tardives, et par conséquent à l'augmentation de l'activité Slab qui a un impact en termes de coûts.

Comme mentionné par les TCC institutionnels, le raccourcissement du délai d'envoi des BRN risque d'augmenter les pénalités.

La difficulté de traiter des OST à délai court peut avoir des impacts sur la qualité de la communication aux clients.

Une éventuelle baisse des OST sur flux est également envisagée.

Concernant, les assemblées générales, la date d'arrêt des positions devra se décaler à J-2 au lieu du J-3 actuel (J étant la date de l'assemblée)

Quant au coupon couru qui est aujourd'hui calculé à J+3, il serait intéressant de :

- Préciser la capacité des fournisseurs à données à le calculer à J+2 si le calcul est externalisé
- Préciser la capacité du SI interne à le calculer quand c'est le cas

Dans le reporting client, le relevé ISF sera modifié pour tenir compte des opérations de fin d'année J-2 au lieu de J-3 pour le transfert de propriété.

- o Impacts financiers

Certains TCC Retail se différencient des TCC institutionnels par les impacts significatifs sur le volet Business. En effet, des impacts financiers significatifs ont été identifiés sur les établissements se rémunérant sur la base des dates de valeur.

En effet, quand le client est débité à J, le TCC a 3 jours avant d'être débité à son tour.

Il n'aura plus que 2 jours dans le nouveau cycle de R/L, ce qui constitue un impact économique significatif dans la mesure où le TCC Retail aura un jour de cash en moins à placer.

- o Impacts identifiés sur la liquidité

Les TCC Retail envisagent aussi des impacts sur la liquidité liés à la volumétrie exceptionnelle lors de la bascule mais également à cause d'une éventuelle augmentation du nombre de suspens.

- o Impacts identifiés sur l'informatique

Des adaptations seront à réaliser sur plusieurs domaines fonctionnels :

- Sur le calcul du coupon couru
- Sur le traitement des ordres, en vérifiant les règles de gestion afin de modifier celles qui calculent la date de dénouement par défaut à J+3
- Sur le culot, en paramétrant avec la nouvelle limite de la transmission SBI (culot à J+1 soir) et SLAB (J+2 16H)
- Sur les règles de transfert de propriété notamment dans le cadre du traitement de fin d'année et autres arrêts intermédiaires
- Sur l'éditique et l'aide en ligne dans le cadre de la relation client

Les impacts identifiés ci-dessus sur l'informatique ne sont pas exhaustifs. Les établissements interrogés ont répondu de manière succincte aux questions liées à l'informatique.

Ces impacts doivent en effet être approfondis.

c.		Sociétés de
Gestion		

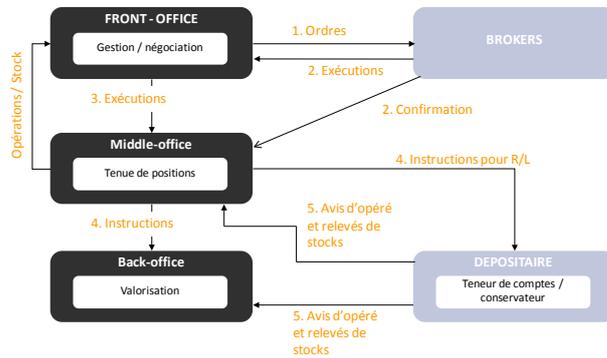
Les sociétés de gestion sont également impactées par le passage à J+2 dans la mesure où elles participent aux processus de confirmation et d'instruction mais aussi à travers le fonctionnement de l'actif et du passif.

- o Impacts identifiés sur les processus opérationnels

Au niveau de l'actif :

Un fort impact sur la chaîne de transmission des ordres et du processus de confirmation, en particulier pour les sociétés de gestion qui utilisent des process non automatisés et qui ont recours aux fax.

Un second impact au niveau de la génération des instructions d'IRL.



Ce sont les flux 1 à 4 qui doivent se dérouler en 2 jours au lieu de 3.

- Il convient d'optimiser le matching et les confirmations
- Il convient d'optimiser la génération des instructions de RL

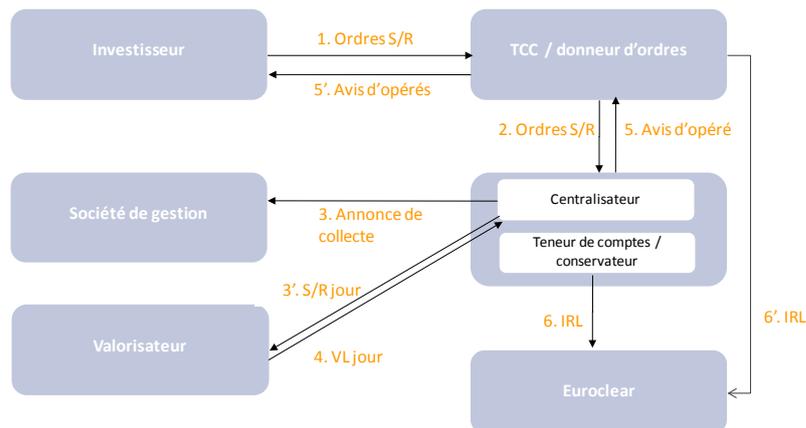
La synchronisation de la gestion passif/actif

C'est un enjeu important pour les sociétés de gestion.

Le changement du cycle de R/L impacte de manière directe cette synchronisation.

Ainsi les R/L des parts des fonds dont l'actif se dénoue en J+2 devraient également se caler sur du J+2.

Exemple d'un fonds déposé en Euroclear



Pour une bonne synchronisation passif/actif, les dénouements doivent se faire en J+2, J correspondant aux investissements de l'actif aboutissant à la VL.

Le délai de deux jours doit donc permettre :

- le calcul de la VL
- l'émission des avis d'opérés depuis le centralisateur vers le TCC donneur d'ordres
- la génération des IRL vers Euroclear.

Par ailleurs, le calcul de la VL n'est pas impacté par le nouveau cycle de R/L dans la mesure où il n'est pas lié au délai de R/L.

En revanche, le délai imparti pour procéder au calcul de la VL est impacté. En effet, ce délai devrait être raccourci.

Certains établissements estiment que les VLs doivent être calculées, validées et transmises avant 12:00 du J+1 car les instructions de R/L des OPCVM doivent être dans ERGV à J+1 avant 16:00 (1 jour avant la date de dénouement dans le nouveau cycle de R/L).

De façon usuelle il y a un contrat de service entre la société de gestion et le centralisateur, ce contrat spécifie le timing des règlements entre le centralisateur et le fonds.

Le centralisateur gère la trésorerie entre les règlements vers le fonds et les règlements avec les donneurs d'ordres.

- o Impacts sur la liquidité

Comme mentionné par les autres acteurs, un risque est identifié pendant la période de bascule avec le rebooking des opérations en suspens de J+3 à J+2 et la gestion du décalage de trésorerie.

- o Impacts sur l'informatique

Les réponses reçues concernant les impacts sur l'informatique ne permettent pas de réaliser une analyse. Il sera néanmoins indispensable de revoir le paramétrage des outils.

- Impacts sur l'organisation

La réduction des délais de R/L et les problématiques de décalage horaire avec la clientèle étrangère pousse certains établissements à réfléchir à l'extension des plages horaires des prestataires.

- Impacts commerciaux

Certains établissements craignent une perte d'opportunités commerciales avec le passage à J+2 notamment avec la clientèle asiatique pour laquelle une réelle difficulté à livrer/régler à J+2 se fait ressentir.

d.

Brokers

Les brokers seront également impactés par le passage à J+2 dans la mesure où ce sont les intermédiaires entre les deux contreparties qui exécutent les transactions sur le marché. Ils font ainsi partie de la chaîne de confirmation des ordres, de la chaîne des IRLs,...

- Impacts sur les processus opérationnels

Les processus de négociation, dépouillement, confirmation et génération d'IRL sont généralement automatisés. Le raccourcissement du délai entre ces différents processus n'est pas problématique dans ce cas.

En revanche, des difficultés sont pressenties concernant les processus manuels (envoi de fax/mail) où le délai est important notamment pour les clients institutionnels pour pointer (J+1).

Les confirmations risquent d'être tardives dans ce cas et provoquer un grand nombre de suspens auprès des brokers.

- Une incitation plus forte à différencier la tarification vis-à-vis des Sociétés de Gestion en fonction de leur automatisation ou non serait éventuellement une solution à envisager pour ces établissements.

Les brokers alertent ainsi sur un risque important au démarrage s'il y a un enchaînement de retards qui pourrait avoir un effet systémique.

Ces établissements préconisent par conséquent, une harmonisation des pénalités de suspens.

L'augmentation hypothétique du nombre de suspens pousserait les brokers à revoir la market discipline pour matcher et pré-matcher rapidement.

Afin de minimiser le risque de short et pouvoir anticiper la couverture, ces établissements anticipent une optimisation des outils de gestion prévisionnelle.

La gestion des IRLs demandera par ailleurs des ajustements notamment par rapport aux règles dans SBI et par rapport à l'amélioration des cut off avec les dépositaires.

- Impacts financiers

L'application d'une différenciation de la tarification vis-à-vis des Sociétés de Gestion en fonction de leur automatisation ou non constituerait un impact financier considérable qui pousserait les brokers à revoir leur modèle économique.

- Impacts sur la liquidité

Des impacts sur la liquidité sont anticipés sur des produits comme les ADR (American Depositary Receipt) qui sont des certificats américains négociables composés de titres non américains.

Dans le cas d'un achat le dénouement se fait à J+3 sur le marché américain et en cas de vente en Europe du sous jacent européen, le dénouement se fera à J+2 ; ce qui pose le problème de couverture pendant 1 jour.

- Impacts sur l'informatique

Les réponses reçues concernant les impacts sur l'informatique ne permettent pas de réaliser une analyse. Il sera néanmoins indispensable de revoir le paramétrage des outils.

- Impacts commerciaux

Dans un souci de cycle de R/L unique avec l'Europe, la clientèle anglo-saxonne impose aujourd'hui à certains brokers un traitement du marché allemand à J+3

- Sur les achats => les brokers financent les achats afin de maintenir leur position commerciale car les clients règlent 1 jour plus tard
- Sur les ventes => les clients ne livrent pas à J+2 => suspens d'un jour ou recours à du prêt-emprunt
- Ceci conforte l'idée de l'harmonisation du cycle de R/L à l'échelle européenne

e. Clearers

- Impacts sur les processus opérationnels

Les clearers anticipent un impact sur les processus back office pour traiter l'ensemble du processus du règlement livraison en 2 jours au lieu de 3.

Parmi ces processus, le processus d'accord et refus SBI sera fortement impacté à cause du raccourcissement du délai du culot (J+1 soir).

Par ailleurs, des impacts sont pressentis sur les middle et back offices liés au raccourcissement du délai pour l'ajustement et la gestion des relances.

Un risque opérationnel subsiste dans le processus « réception de la confirmation -> émission de l'instruction -> correction de l'instruction ». En effet, dans le cas d'une erreur dans l'instruction, il paraît difficile pour certains établissements de la corriger dans un délai de deux jours notamment sur les opérations impliquant une clientèle étrangère (décalage horaire).

- Impacts sur la liquidité

L'impact sur le cash est fort sur ce type d'établissement puisqu'ils auront un jour de moins d'engagement et donc de rémunération.

Ceci constitue un impact économique significatif pour le clearer puisque cela touche directement à sa rémunération.

Par ailleurs, le calcul de limites des appels de marge devra être revu, notamment lors de la bascule où deux journées de bourse seront dénouées et réglées simultanément.

f.

Emetteurs

Les émetteurs n'anticipent pas d'impacts significatifs sur leurs établissements, ceci dit, quelques impacts organisationnels devront être pris en compte.

- Impacts sur les processus opérationnels

Dans le but d'accélérer le processus d'exécution des ordres, les émetteurs devront raccourcir leur délai d'exécution si cela n'est pas réalisé via une plateforme électronique.

Le raccourcissement du délai de confirmation des ordres (passage à J+1 soir) impacte les processus internes de confirmation.

Les émetteurs devront également s'adapter au raccourcissement de délai de traitement de certaines OST : délai d'annonce, de centralisation,...

Pour les assemblées générales, la photo des ayants droits sera prise à J-2 (J étant la date de l'AG) au lieu de J-3. Une difficulté est alors pressentie concernant les achats tardifs et la capacité de l'établissement de mise à jour à J-2 pour la prise de photo.

- Impacts sur l'informatique

Les réponses reçues concernant les impacts sur l'informatique ne permettent pas de réaliser une analyse. Il sera néanmoins indispensable de revoir le paramétrage des outils.

Néanmoins les grandes lignes d'adaptations concernent :

- La modification du paramétrage sur le traitement des ordres afin de se caler sur le nouveau cycle et raccourcir les délais de traitements
- L'actualisation du paramétrage des OST
- L'impact informatique sur la capacité de la mise à jour des droits de vote
- L'impact sur la fiscalité et le relevé d'ISF
- L'impact sur la comptabilité titres => paramétrage des outils de rapprochement

g.

Distributeurs

Les Distributeurs purs interrogés n'ont pas répondu au questionnaire.

Par ailleurs, les impacts sur les distributeurs ne semblent pas très significatifs, au-delà de toute la communication préalable au projet et éventuellement les impacts sur les conventions.

POINTS D'ATTENTION

La qualification de la complexité des impacts sur l'informatique (de faible à moyenne) est à nuancer en raison de différents paramètres sur lesquels, il faudra être vigilant :

- La complexité réside dans la multitude de points à traiter et non dans la complexité de ces points
- L'impact sur les coûts n'est pas à négliger notamment en raison de la multitude de points à traiter
- Le projet s'inscrit dans le cadre d'une multitude de projets au sein des établissements, d'où le risque de confusion de versionning
- La multitude des points informatique à traiter rend difficile le budgeting du projet

6. TABLEAU DE BORD PREVISIONNEL POUR CHAQUE ACTEUR

a.

Infrastructures

1. Euroclear

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> – Réaliser les paramétrages nécessaires dans les systèmes afin de prendre en compte J+2 comme date de dénouement et non J+3 – Réaliser un paramétrage afin de générer le culot à J+1 soir, puisqu'il est généré à J+2 soir aujourd'hui – Raccourcir éventuellement la date d'envoi des BRN – Revoir le séquençage des dates d'OST qui suit le cycle du R/L (Ex date = Record Date -2 aujourd'hui) => décaler éventuellement (Ex date = Record date -1)
Leur degré de complexité	Le degré de complexité est décrit comme faible avec une dominante organisationnelle
Dépendances	Le nouveau paramétrage du culot (J+1 soir) a des impacts sur les TCC. Le blocage dans SBI (envoi de l'AO moins d'une journée avant la date de R/L) peut conduire à l'augmentation des instructions tardives qui risque par conséquent d'augmenter l'activité Slab qui a impact en termes de coûts
Éléments calendaires	Eviter la période OST (Mai-juillet), et la période de fin d'année
Risques et points d'attention	-

2. LCH Clearnet

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> – Adapter la cohabitation de différents cycles de R/L – Adapter la gestion de la défaillance d'un membre compensateur <ul style="list-style-type: none"> • Révision éventuelle du cadencement des tâches dans le processus de gestion d'une défaillance d'un compensateur • Révision éventuelle de la procédure de gestion de la défaillance d'un compensateur qui s'appuie aujourd'hui sur un délai de 3 jours pour liquider les positions du défaillant – Mobiliser les liquidités nécessaires pour fluidifier le dénouement si un taux de suspens élevé est constaté après la bascule – Ajuster les appels de fonds aux clients à 2 jours de positions ouvertes – Mobiliser de manière temporaire des experts sur un périmètre large de sujets et plus spécifiquement l'équipe opérationnelle en charge du suivi des suspens pendant les quelques semaines suivant la bascule – Mobiliser en tant qu'infrastructure de marché ses équipes (équipes (opérationnelle, fonctionnelle, technique, commerciale, projet...) tout au long des phases du projet (développements, recette, tests internes, tests externes, bascule en production et suivi post lancement)
Leur degré de complexité	La complexité de ces actions est décrite comme moyenne puisque le projet ne requière pas d'adaptation technique, la charge repose essentiellement sur la diversité des impacts
Dépendances	<ul style="list-style-type: none"> – LCH.Clearnet devra tenir compte des différents projets internes relatifs à l'amélioration de son système de compensation cash, des projets communs au sein du groupe LCH Clearnet et de façon plus large des autres projets de place – Le futur passage au projet Trade Date Netting (qui aurait vraisemblablement lieu avant J+2) déplacera la gestion des OST sur flux chez Euroclear
Éléments calendaires	-
Risques et points	– L'impact est faible pour la CCP sur le traitement du nominatif, elle doit adapter l'envoi d'un

d'attention	<ul style="list-style-type: none"> - fichier adressé à Euroclear en J+2 aujourd'hui - Pas d'impact sur le traitement des OST puisque LCH Clearnet gère déjà les OST sur flux sur des valeurs ayant des cycles de dénouement atypiques
--------------------	---

3. NYSE Euronext

- o Pas d'actions identifiées à ce jour

4. Banque de France

- o Pas d'actions identifiées à ce jour
- o

b. TCC

1. Institutionnels

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> - Mettre en place un contrôle supplémentaire pour relancer les contreparties et vérifier que les confirmations papier sont bien reçues en J - Réviser le processus de pré-matching - Réviser le processus de gestion des relances - Réviser l'enchaînement des dates, processus de valorisation/rediffusion sur les OPCVM - Réviser la gestion des trades SBI (si le culot est décalé à J+1) notamment les cas de Refus - Automatiser la chaine de traitement à chaque étape du processus - Adapter les processus de traitement du nominatif à un calendrier serré d'envoi de BRN (si la date d'envoi est réduite) - Revoir les domaines fonctionnels impactés en informatique et anticiper les paramétrages nécessaires afin de s'adapter au nouveau cycle de R/L
Leur degré de complexité	La complexité de ces actions est décrite globalement comme moyenne à forte avec une connotation plus organisationnelle et liée aux coûts que technique
Dépendances	<ul style="list-style-type: none"> - L'optimisation de certains processus comme la confirmation des ordres dépend de la capacité des contreparties à envoyer leur confirmation à temps - Dépendance avec le projet T2S - Dépendance éventuelle avec le projet HDD/HDR, le séquençement des dates (Ex-date, Record-Date, last trading date, guarented participation date,...) y est établi en fonction de cycle de R/L à J+3 => revoir le cahier des charges du projet en intégrant le nouveau cycle de J+2
Eléments calendaires	Privilégier la période septembre- novembre (hors swift release)
Risques et points d'attention	-

2. Retail

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> - Accélérer le traitement des fax reçus - Revoir le timing des relances et des refus automatiques vers les clients - Adapter les process au nouveau délai de culot SBI s'il est effectivement appliqué (J+1 soir) - Réviser la gestion des trades SBI (le culot sera décalé à J+1) notamment les cas de Refus - Adapter les processus de traitement du nominatif à un calendrier serré d'envoi de BRN (si la date d'envoi est réduite) - Réviser les dates de valeurs appliquées aux clients (établissement ou client final), en général calée sur le délai de J+3, pour les acteurs concernés, mesurer les impacts financiers sur le modèle économique - Modifier l'élaboration du relevé ISF pour tenir compte des opérations de fin d'année J-2 au
----------------------------------	---

	<p>lieu de J-3 pour le transfert de propriété</p> <ul style="list-style-type: none"> – Anticiper une gestion du cash plus complexe liée à une éventuelle augmentation du nombre de suspens – Revoir les domaines fonctionnels impactés en informatique et anticiper les paramétrages nécessaires afin de s’adapter au nouveau cycle de R/L <ul style="list-style-type: none"> • Paramétrage à J+2 sur le traitement des ordres • Paramétrages liés au changement de la date de culot (éventuellement) • Paramétrage des règles de transfert de propriété notamment dans le cadre du traitement de fin d’année et autres arrêts intermédiaires • Modifications sur l’éditique et l’aide en ligne
Leur degré de complexité	La complexité de ces actions est décrite globalement comme moyenne avec une connotation plus organisationnelle et liée business que technique
Dépendances	<ul style="list-style-type: none"> – Nécessité de recevoir la confirmation à J+1 max des contreparties afin de pouvoir réaliser les tâches qui s’en suivent (gestion de la liquidité, du change,...) – Dépendance avec le projet T2S – Dépendance éventuelle avec le projet HDD/HDR
Éléments calendaires	Eviter les débuts et fin d’année, les périodes de vacances (pâques, août, ...)
Risques et points d’attention	-

c.

Sociétés de Gestion

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> – Accélérer les processus de transmissions des ordres aux tables de négociation – Transmettre les ordres via des systèmes électroniques (CTM, SBI, Swift,...) – Automatiser au maximum les processus de confirmation des ordres – 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
Leur degré de complexité	La complexité de ces actions est décrite globalement comme moyenne avec une connotation plus organisationnelle et liée aux coûts que technique
Dépendances	Les autres acteurs (brokers, TCC) sont fortement dépendants de l’automatisation des process au sein des sociétés de gestion
Éléments calendaires	Eviter la période (début-fin d’année) et les périodes de vacances
Risques et points d’attention	Approfondir la question de la compétitivité des fonds français admis au J+2 vis-à-vis de la clientèle asiatique (quid de l’Allemagne ?)

d.

Brokers

Liste des actions à mener	<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 minimiser le risque de short et pouvoir anticiper la couverture – Revoir les règles d’ajustements dans SBI (aujourd’hui culot à J+2) et éventuellement élargissement de l’heure de fin de journée comptable (17 heures) – Améliorer les cut off avec les déposataires – 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
Leur degré de complexité	La complexité de ces actions est décrite globalement comme moyenne avec une connotation plus organisationnelle que technique

Dépendances	Les processus de confirmations des brokers sont fortement dépendants des processus de confirmation des sociétés de gestion notamment quand celles-ci n'ont pas de process automatisés
Éléments calendaires	Eviter la période (début-fin d'année) et les périodes de vacances
Risques et points d'attention	-

e.

Clearers

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> - Revoir les processus de back office afin de traiter l'ensemble du processus en 2 jours au lieu de 3 - Revoir le processus d'accord et refus SBI du fait du raccourcissement du délai du culot (J+1 soir) - Revoir les processus du middle et back office concernant pour l'ajustement et 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
Leur degré de complexité	<ul style="list-style-type: none"> - La complexité de ces actions est décrite globalement comme moyenne avec une connotation plus organisationnelle que technique - L'impact sur la trésorerie est significatif
Dépendances	-
Éléments calendaires	Périodes à éviter : saison des OSTs (Mai-Juin), saison des Assemblées générales, Noel et le mois d'août
Risques et points d'attention	-

f.

Emetteurs

Liste des actions à mener	<ul style="list-style-type: none"> - Raccourcir le délai d'exécution des ordres si cela n'est pas réalisé via une plateforme électronique - Raccourcir le délai de confirmation des ordres à la table (éventuellement J+1 17h au lieu de J+2 17h) - Gérer la mise à jour à J-2 pour la prise de photo des ayants droits à l'assemblée générale
Leur degré de complexité	La complexité de ces actions est décrite globalement comme moyenne avec une connotation plus organisationnelle que technique
Dépendances	-
Éléments calendaires	Périodes à éviter : saison des OSTs (Mai-Juin), saison des Assemblées générales, les fins de mois/trimestres/année
Risques et points d'attention	-

g.

Distributeurs

Aucun des distributeurs purs interrogés n'a répondu au questionnaire.

7. VUE D'ENSEMBLE

1. Interconnexions entre les différents acteurs

Les interactions entre les différents acteurs de la chaîne de traitement des titres ainsi que les infrastructures semblent être un élément majeur dans l'appréhension du projet ainsi que dans sa réussite.

En effet, les parties ci-dessus de l'étude montrent de fortes interdépendances entre les différents acteurs et infrastructures. Ces interdépendances concernent de façon plus importante les processus opérationnels du fait des différents flux circulant entre les entités.

Comme vu précédemment, le raccourcissement du délai de R/L nécessitera le raccourcissement du délai de certains processus et par conséquent la nécessité d'accélération de ces processus à tous les niveaux (de l'exécution au R/L) à mettre en œuvre par les acteurs du marché.

Concernant les processus de confirmation, la réduction prévue d'un jour du timing de l'accord ou refus de l'AO SBI (J+1 17h au plus tard) nécessitera une synchronisation de timing entre les Sociétés de Gestion, les Brokers, les Clearers et les TCC.

Cette synchronisation se fait naturellement dans le cadre d'un process automatisé de bout en bout.

En revanche, dans le cadre de process manuels (confirmations papier), cette synchronisation doit s'organiser par une réelle interaction entre les acteurs.

L'automatisation apparaît comme la solution privilégiée afin d'éviter les traitements tardifs et les suspens.

En effet, le sujet de l'automatisation des process au sein des sociétés de gestion a souvent été abordé par les TCC et les brokers.

Cette automatisation a cependant un coût. En attendant, c'est aux clients de s'assurer de la rapidité de transmission des fax et aux autres acteurs (notamment les Brokers et les TCC) de s'assurer de la rapidité de traitement des fax reçus.

La logique est pratiquement similaire pour la gestion des IRLs qui nécessite également une forte interaction entre les acteurs afin d'accélérer et fluidifier les échanges notamment en cas de désaccord avec la contrepartie.

Le processus de traitement des BRN qui sera également raccourci (envoi à J+3 au lieu de J+4) impliquera une interaction entre les émetteurs, gestionnaires d'un côté et les TCC et CSD de l'autre afin d'accélérer le processus de traitement des BRN.

Une forte interaction entre les acteurs dans le sens de la fluidification des échanges et de l'accélération des processus réduira les risques de suspens et de pénalités.

2. Coordination dans la mise en œuvre du projet

Par ailleurs, un autre type d'interaction est à développer et cette fois-ci dans le cadre de la mise en œuvre du projet.

En effet, toutes les infrastructures interrogées et une majorité des établissements ont insisté sur la nécessité de réaliser des tests de Place en coordination avec tous les acteurs.

Cet enjeu considéré majeur dans la réussite du projet est lié à toutes les interdépendances entre les acteurs et les besoins de synchronisation cités plus haut de leurs processus.

La participation interactive des acteurs à la phase de mise en œuvre du projet et tout ce que cette phase implique comme ajustement minimisera tous les risques identifiés lors de la bascule.

3. Impacts du séquençage du passage à J+2 sur la compétitivité des pays

Si le démarrage de J+2 est progressif, des cycles de R/L différents cohabiteront. Dans le cadre d'une mise en application généralisée de T2S et d'une application encore partielle de J+2 auprès des pays concernés par T2S, les établissements identifient un avantage concurrentiel en faveur des pays en T2S et en J+2. En effet, la réduction d'un jour de mobilisation du collatéral pour ces derniers représente un avantage en terme de coût pouvant se transformer en avantage concurrentiel.

4. Point d'ancrage des valeurs

La définition de la règle générale du point d'ancrage d'une valeur paraît nécessaire afin d'éviter toute confusion sur le cycle de R/L utilisé. En effet, dans le cas d'une valeur déposée auprès d'un CSD en J+2 et auprès d'un autre CSD en J+3, s'il n'y a pas une seule règle par valeur, une confusion au niveau du propriétaire des titres peut survenir dans le cadre de dénouements cross borders.

Ainsi, l'application d'une règle générale se basant sur « l'Issuer CSD », (c'est-à-dire, le CSD primaire dans lequel la valeur est déposée) permettra d'éviter toute confusion.

La règle d'ancrage privilégiée pour une valeur en J+2 est « l'Issuer CSD » puisqu'elle permet d'éviter toute confusion (notamment sur les propriétaires des titres) dans le cas de dénouements cross borders quand les mêmes valeurs sont déposées auprès de différents CSD (avec des délais de R/L différents)

8. COORDINATION INTERBANCAIRE A METTRE EN PLACE POUR SUIVRE LA MISE EN ŒUVRE OPERATIONNELLE

a. Gouvernance

Chaque établissement a sa propre vision de la gouvernance du projet, en revanche les réponses s'accordent toutes sur l'importance d'une coordination globale dans la réussite du projet.

- Propositions d'entité de gouvernance
 - CSD, Euroclear France qui est lié à ESES et peut se coordonner à l'échelle Européenne
 - AFTI, en tant qu'entité indépendante
 - A minima un comité de place au niveau national représentant l'ensemble des populations d'acteurs concernés, idéalement un comité de coordination entre les différents marchés NYSE Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam & Lisbonne) impactés
- Plus globalement, il est nécessaire de se coordonner à l'échelle européenne

b. Interdépendances avec d'autres projets

Au-delà, de l'interdépendance de la mise en place de J+2 avec les projets internes à chaque établissement, 2 projets de Place apparaissent actuellement comme fortement interdépendants avec J+2 :

- T2S : la majorité des établissements interrogés affichent une préférence de timing avant T2S, afin de permettre de tirer profit de la plateforme (fluidification du RL et activités connexes dont OST)
 - Dans ce cas, dans le cadre d'un passage progressif par pays, J+2 devrait démarrer en France, avant la vague T2S concernée (T1 2015) avec un préavis de 12 à 18 mois
 - Dans le cadre d'un passage simultané des pays, J+2 devrait démarrer en France, avant la 1^{ère} vague T2S (T1 2014) avec un préavis de 12 à 18 mois

- HDD/HDR (projet d'harmonisation des OST)
 - L'interdépendance est peu significative pour certains établissements
 - Pour d'autres, le passage à J+2 devrait démarrer avant HDD/HDR pour minimiser le risque d'exécution du projet
 - A ce stade le projet HDD/HDR est planifié pour fin 2013
 - Si le projet HDD/HDR devait être mis en application avant J+2, il sera nécessaire selon certains établissements, d'avoir une deuxième version du cahier des charges HDD/HDR intégrant le passage au cycle de R/L à J+2 (ces 2 projets peuvent être traités parallèlement mais les "bascules/migrations" respectives ne peuvent être concomitantes)
 - Pour d'autres, il n'y aura pas besoin d'une nouvelle version du cahier des charges HDD/HDR (celui-ci ne précisant pas le délai de R/L) mais d'une révision du cahier des charges HDD/HDR si J+2 est appliqué avant (J+3 étant explicitement communiqué concernant la période de bascule)

c. Timing du projet et périodes à éviter pour la bascule

Le timing du projet sera certainement calé en fonction de son interdépendance avec d'autres projets et également en fonction des périodes de l'année à éviter ou à privilégier.

- Avant T2S :
 - Si le passage des pays est progressif, la France devra mettre en application le projet avant la 3^{ème} vague T2S (T1 2015), ce qui suppose le démarrage des tests pendant la 2^{ème} moitié de 2013 (12 à 18 mois sont anticipés pour les tests) => Nécessité de prise de décision avant début 2013
 - Si le passage des pays est simultané, la France devra mettre en application le projet avant la 1^{ère} vague T2S (T1 2014), ce qui suppose le démarrage des tests pendant la 2^{ème} moitié de 2012 (12 à 18 mois sont anticipés pour les tests) => Nécessité de prise de décision avant début 2012
- Après T2S => suppose un démarrage du projet après la 3^{ème} vague T2S

- Les périodes à éviter
 - Saison des OSTs (mai-juin)
 - Saison des Assemblées générales
 - Fins de mois/trimestres/année,
 - Périodes de vacances : Noël, Pâques, le mois d'août

- La période privilégiée
 - Le passage du cycle de R/L de J+3 à J+2 peut se faire entre septembre et novembre, hors swift release (novembre)

d. Interactions à L'échelle Européenne

- Le changement de délai de RL 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.

9. QUESTIONS A APPROFONDIR DANS UN 2^{EME} TEMPS

Suite à l'analyse d'impacts présentée ci-dessus, de nombreux points semblent importants à approfondir avant la mise en œuvre du projet.

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