



# La transposition des standards européens d'OST de Stream V à Stream VI

Petit-Déjeuner du 14 avril 2015

## Sommaire

1

### Éditorial

Marcel RONCIN  
Président, AFTI

2

### Bilan de la mise en œuvre de la première phase de la réforme

Sylvie VERNET GRUOT  
Senior Adviser, CACEIS  
Animatrice du groupe de travail  
Émetteurs de l'AFTI

4

### Retour d'expérience d'un global custodian

Frédéric BECK  
Responsable Custody Operations,  
BNP Paribas Securities Services

5

### État des lieux des travaux d'harmonisation du post-marché en Europe

Pierre COLLADON  
Chargé de mission en stratégie pour les infrastructures de marché, Société Générale Securities Services  
Animateur du MIG France de l'AFTI

7

### Et après... perspective T2S

Thomas BRIAN  
ESES Product management,  
Euroclear France

9

### La seconde phase des standards: l'autre challenge

Olivier PIERRE  
Directeur, OTC Groupe Onepoint

## Éditorial

La transposition des standards européens d'opérations sur titres (OST) constitue un projet de longue haleine dont l'intensité n'est pas celle d'une migration de type big bang mais dont le principal inconvénient est celui de la durée. Avant la mise en production du Stream V le 28 mars dernier, l'étape précédente avait été franchie le 18 novembre 2013 avec l'automatisation du processus d'annonce des OST (Stream IV). La dernière étape est quant à elle prévue pour le 12 septembre 2016 avec la mise en production du Stream VI.

Il s'agit d'un calendrier dont la durée nous est imposée par la mise en place d'autres grands projets comme la migration à Target 2 Securities (T2S) dont la première vague est programmée pour le 22 juin 2015.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, ce calendrier n'autorise que peu de marge de

manœuvre pour la mise en place du Stream VI en raison de l'importance des tâches à accomplir en parallèle d'ici à 2016. Les équipes vont devoir se mobiliser sur la préparation de la migration à T2S avec l'ouverture de la période de test sur la plateforme ESES dès septembre 2015.

L'une des difficultés dans un projet aussi long est de conserver les savoir-faire parce que le temps passant, les équipes se renouvellent. Nous nous efforçons de pallier cette difficulté par une communication adaptée. Le corpus documentaire qui accompagne ce projet est important. Il est constitué à la fois de documents techniques comme les cahiers des charges mais aussi de documents de référence comme les newsletters et les différentes plaquettes publiées par l'AFTI et les infrastructures de marché (Euronext, LCH.Clearnet SA et Euroclear). De nombreuses réunions sont également organisées par OTC

GRUPE ONEPOINT qui accompagne l'AFTI depuis l'origine.

Dans l'immédiat, il faut tirer les enseignements du Stream V qui a concerné les opérations de distributions obligatoires en titres et les opérations de réorganisations obligatoires. Il faut souligner la forte participation de l'ensemble des établissements dans la préparation détaillée et l'exécution des tests. Toutefois, on peut regretter la durée de la période de test dont on savait dès le départ qu'elle serait un peu courte. C'est fort de ce constat qu'il faudra envisager la mise en œuvre du Stream VI qui s'annonce d'ores et déjà plus complexe (OST conditionnelles) dans une période où T2S mobilisera encore l'ensemble des ressources de la Place. ■

**Marcel RONCIN**  
Président de l'AFTI

## Bilan de la mise en œuvre de la première phase de la réforme

**Sylvie VERNET GRUOT**

Senior Adviser, CACEIS

Animatrice du groupe de travail Émetteurs de l'AFTI

Le projet d'harmonisation européenne des Opérations sur Titres (OST) dont la première phase a été franchie avec succès, mobilise l'ensemble des acteurs concernés depuis fort longtemps. Il trouve son origine dans le rapport Giovannini qui dans sa barrière 3, avait identifié des différences de pratiques dans le traitement des OST à l'échelle européenne. Ce rapport a conduit à la publication de standards européens en matière d'OST par le Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG).

En France, la transposition de ces standards s'effectue par étapes avec :

- une phase préparatoire qui a permis de disposer des cahiers des charges pour l'harmonisation des OST de distribution de titres (HDD) et des OST de réorganisation (HDR) ainsi que d'un cahier des charges pour les flux de centralisation qui complète les deux précédents cahiers des charges par la description des flux échangés entre les différents acteurs lors de la centralisation de ces opérations ;
- une phase projet qui a notamment permis d'organiser la mise en œuvre de la première phase (Stream V) avec la préparation et l'exécution des tests de Place qui ont précédé la mise en production.

En parallèle, il a fallu convaincre les représentants des émetteurs et en particulier l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) de la nécessité de faire évoluer la réglementation française pour mettre en œuvre ces standards.

### Focus Stream V

Cette première phase (Stream V) ne concerne que les opérations de distributions obligatoires en titres et les opérations de réorganisations obligatoires c'est-à-dire sans réponse de l'investisseur.

### Les principaux impacts

La gestion des opérations avec fractions évolue avec le Stream V (selon la méthode top down et la méthode mixte). La méthode top down permet au teneur de compte-conservateur (TCC) de procéder à la vente du total des titres nou-

veaux correspondant à l'ensemble des rompus appartenant à ses clients puis de les indemniser directement. Cette indemnisation sera donc identique pour tous les clients d'un même TCC. En revanche, elle pourra être légèrement différente selon les TCC, alors qu'aujourd'hui, l'indemnisation est identique pour tous les clients de tous les TCC dans la mesure où elle est réalisée sur la base d'une cession par l'émetteur de l'ensemble des titres nouveaux qui forment rompus.

L'application de la méthode top town a nécessité des évolutions réglementaires. La loi du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à légiférer par ordonnances dans le domaine de la simplification et de la sécurisation de la vie des entreprises puis l'ordonnance du 31 juillet 2014 qui a modifié les articles L228-6 (vente des titres non réclamés), L228-6-1 (indemnisation des rompus), L225-130 (attributions gratuites d'actions) et L225-132 (droit préférentiel de souscription) et enfin le décret d'application à venir permettront de disposer d'un cadre réglementaire pour le Stream V et le Stream VI.

La notion de feu vert constitue un élément fondamental de cette réforme des OST et donc du Stream V. Le centralisateur demeure le garant vis-à-vis de l'émetteur de la mise en œuvre et du bon déroulement de l'OST qu'il contrôle du début à la fin. Pour cela, il communique un feu vert au dépositaire central pour valider le déclenchement de l'OST. Le dépositaire central devient l'opérateur de la plateforme de centralisation des OST.

Parallèlement au lancement du Stream V, la Place a décidé de mettre en œuvre la généralisation du paiement direct pour l'ensemble des valeurs en euros ainsi que pour les valeurs en devises autres que l'euro par un mécanisme complètement intégré et piloté par Euroclear France en s'appuyant sur les comptes ouverts en Euroclear Bank.

Enfin, le dernier grand changement apporté par le projet est l'adaptation et la généralisation de la messagerie ISO pour chacun des intervenants présents tout au long de la chaîne de traitement des OST.

À cela s'ajoutent plus globalement des impacts qui ont modifié en profondeur le mode de traitement de toutes les OST sur le marché domestique.

### La préparation des tests de Place

Tous les acteurs de la Place se sont mobilisés pour assurer une préparation optimale des tests depuis le troisième trimestre 2014 au travers de groupes de travail dédiés. Cette préparation s'est concrétisée par la rédaction et la diffusion d'un cahier des charges spécifique contenant les modalités des cas de tests à réaliser par tous les acteurs. Les tests ont porté sur les opérations les plus fréquentes du Stream V avec pour chacune une présentation détaillée des caractéristiques voire des schémas de flux associés. Ces tests ont nécessité la mise au point d'un planning précis ainsi que d'une matrice de suivi. Chaque acteur a également pu réaliser ses propres tests complémentaires dans le cadre de ce planning.

### L'organisation des tests de Place

Une gouvernance générale pour l'ensemble du projet a été mise en place à l'initiative de l'AFTI avec la création d'un comité de pilotage et d'un comité opérationnel où l'ensemble des acteurs étaient représentés. Le comité opérationnel s'est appuyé sur le groupe Experts OST qui rassemble des représentants des infrastructures, des centralisateurs, des teneurs de compte-conservateurs (institutionnel et retail).

Une gouvernance spécifique a également été mise en place avec un comité dédié rapportant au comité opérationnel pour assurer le suivi du déroulement des tests et le suivi des anomalies détectées ainsi que leur résolution. Des points quotidiens ont ainsi permis aux établissements d'échanger dans un état d'esprit très ouvert, sur les difficultés rencontrées tout au long de la période de tests.

## Bilan de la mise en œuvre de la première phase de la réforme

### L'exécution des tests de Place

Il a tout d'abord fallu assurer un suivi de l'exécution des tests au jour le jour avec la mise en place :

- d'un monitoring des tests au travers de la matrice récapitulative des caractéristiques et du planning des tests ;
- d'une validation des cas de tests et l'identification des dysfonctionnements éventuels ;
- d'un monitoring de ces dysfonctionnements au travers d'une matrice dédiée.

Il faut reconnaître que les dysfonctionnements ont été assez importants et qu'ils ont nécessité une forte réactivité non seulement d'Euroclear mais aussi de l'ensemble des intervenants. Des mesures d'adaptation ont été prises pour traiter et corriger les anomalies en parallèle. Celles qui n'ont pas pu être corrigées ont fait l'objet de mesures palliatives en accord avec la Place et ses différents intervenants. Il a fallu parfois renouveler à plusieurs reprises des cas de tests voire définir de nouveaux cas sur une période très courte.

### Premier bilan

Tout d'abord, on rappellera que la mise en production du Stream V a été un succès. Il était important de finaliser cette première phase avant que la période des OST ne débute pour permettre aux établissements de se familiariser avec les nouveaux process.

Il est également important de souligner la mobilisation de l'ensemble des équipes dans la préparation puis dans la réalisation des tests. Elles ont su libérer du temps non seulement pour réaliser les tests mais aussi pour participer aux points quotidiens, partager les informations, effectuer les reportings nécessaires et réagir face aux difficultés rencontrées.

Le suivi a permis de disposer d'une vision globale axée principalement sur les traitements Euroclear, sans réelle vision sur les niveaux de préparation des établissements même si ces derniers ont fait le maximum pour mettre en place leurs propres évolutions et adapter leurs propres systèmes d'information.

On ne le redira pas assez : la période de test a été trop courte et donc très intense. Il ne s'agissait pas là d'un choix de la Place mais d'une contrainte qui s'est imposée en raison des plannings des différents projets. Initialement une trentaine de cas de tests avaient été prévus, c'est finalement une cinquantaine qui ont été testés au cours de ces huit semaines. On notera également que tous les sujets n'ont pas été complètement traités (nominatif, OST sur flux) et que des anomalies ont été détectées jusqu'à la fin des tests (messages propriétaires Euroclear, messages ISO). Certaines anomalies font l'objet de solutions palliatives avec des corrections non encore planifiées à ce jour.

### La mobilisation des équipes

La mobilisation des équipes et la préparation détaillée des tests ont été primordiales pour optimiser une période de test réduite.

Cette mobilisation va devoir se poursuivre jusqu'en septembre 2016 avec de nouvelles étapes importantes à franchir comme la migration à Target 2 Securities (T2S) et la mise en production du Stream VI. Pour cela, il est nécessaire de maintenir la gouvernance qui a permis aux infrastructures comme aux teneurs de compte-conservateurs et centralisateurs de suivre et de soutenir la première phase de ce projet tout au long des neuf derniers mois et de continuer à bénéficier de l'assistance des équipes d'OTC GROUPE ONEPOINT ainsi que des membres du groupe Experts OST qu'il faut remercier pour leur engagement et leur ténacité sur ce projet. ■

## Retour d'expérience d'un global custodian

### Frédéric BECK

Responsable Custody Operations, BNP Paribas Securities Services

BNP Paribas Securities Services est un global custodian présent dans le monde sur plus de cent marchés dont trente-quatre pays intégrés à son réseau propriétaire. BNP Paribas Securities Services a une présence locale sur les marchés Euronext ainsi que sur les principaux marchés européens mais également une présence via un réseau de sous-dépositaires sur les marchés moins importants.

La migration à Target 2 Securities (T2S) est un élément majeur qui va modifier non seulement le paysage européen mais aussi les attentes des clients dans les années à venir. Dans ce contexte, nous allons assister au renforcement de l'importance des activités d'asset servicing qui va nous obliger à modifier notre offre de service et devenir un élément de plus en plus différenciant.

### Poursuite d'une stratégie dynamique

On se rend compte que l'absence de standard dans le traitement des opérations sur titres (OST) favorise la multiplication des pratiques dans le monde en général et, en particulier en Europe. L'implémentation des standards du Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG) ou du Corporate Actions Sub-group (CASG) vise à lever les derniers verrous pour aller vers davantage d'harmonisation, de simplification et d'automatisation des échanges entre le local et le global custodian.

BNP Paribas Securities Services poursuit ainsi l'optimisation de son modèle opérationnel global qui vise au travers de son réseau à harmoniser, simplifier et automatiser les flux entre ses différents bureaux et ses différents hubs avec pour objectif d'harmoniser ses processus, son offre de services mais aussi de réduire ses coûts. Cependant, un certain nombre de pratiques locales vont perdurer ce qui oblige à rester proche des marchés et à maintenir une expertise locale.

### La mise en place des standards constitue un ensemble de défis...

La mise en place des standards avec des plannings d'implémentation hétérogènes au sein même de la zone Euronext constitue un défi à relever qui nécessite une coordination pour suivre l'avancement des différents marchés.

Les impacts sont différents selon les marchés en fonction des pratiques existantes. On a pu constater que la France était en retard sur certains standards par rapport à la Belgique et aux Pays-Bas. Ainsi, la mise en production du Stream V a moins mobilisé les équipes dans ces deux pays qu'en France où ces changements étaient fondamentaux.

Tout ceci s'est accompagné d'une conduite du changement en interne et en externe. C'est l'ensemble des ressources qui ont dû être mobilisées, qu'il s'agisse des équipes opérationnelles et informatiques comme des services juridiques, produits et des équipes commerciales. Un effort important de communication a été réalisé notamment vis-à-vis des clients anglo-saxons et asiatiques.

### ... et présente de nombreux bénéfices

Il s'agit d'un projet majeur certes coûteux mais qui présente de nombreux bénéfices qui tiennent à l'harmonisation, la simplification et la fluidification des traitements entre les différents acteurs. Tout d'abord la mise en place d'un calendrier harmonisé par catégorie d'événements (key dates) ainsi que de best practices à respecter en matière de traitement des OST (méthode top down par exemple) permet des traitements simplifiés, homogènes et optimisés avec des délais réduits pour l'ensemble des marchés.

L'utilisation accrue des messages standardisés ISO permet des traitements fluidifiés et automatisés mais surtout sécurisés en diminuant le nombre de traitements manuels.

Une gestion étendue et plus efficace des régularisations de flux entraîne une meilleure protection des droits des investisseurs avec une réduction du nombre d'OST sur flux. Cette protection des droits des investisseurs est également renforcée par la mise en place du mécanisme de buyer protection.

### ... même s'il restera des améliorations à réaliser

Les standards ne sont jamais qu'une boîte à outils. Il restera toujours des efforts à faire même après la mise en production du Stream VI car des pratiques locales vont perdurer.

L'utilisation de la messagerie ISO est répandue chez les global custodians qui ont une forte présence internationale. Avec sa généralisation, les dépositaires centraux (CSD) vont devoir également s'adapter, ce qui est loin d'être le cas pour tous. En Italie par exemple, où le dépositaire central Monte Titoli va migrer à Target 2 Securities (T2S) lors de la première vague prévue en juin 2015, les établissements teneurs de compte continuent à utiliser les messages au format propriétaire.

D'autres éléments sont en cours de discussion comme la mise en place de la référence unique pour les OST.

### Stream V puis Stream VI...

Le Stream V a nécessité une mise en œuvre technique complexe avec de nombreux développements alors que le Stream VI devrait moins nous impacter en tant que global custodian utilisateur de la messagerie ISO.

Les équipes opérationnelles ont été modérément impactées lors du Stream V en raison du faible volume des opérations. En revanche, le Stream VI va entraîner une revue profonde de l'organisation des équipes et du fonctionnement du marché. La suppression du délai de centralisation, le traitement centralisé par le dépositaire central des opérations... vont nous obliger à revoir l'ensemble de nos procédures.

### ... vers une modification profonde du paysage.

Si le Stream V a été marqué par des adaptations réglementaires et de nombreuses discussions techniques, le Stream VI va modifier en profondeur les pratiques de marché.

D'un point de vue client, les impacts sont équitablément répartis entre les deux Stream. La mise en production de ces derniers devrait leur permettre de bénéficier de l'ensemble des avantages liés à la mise en place des standards. ■

# État des lieux des travaux d'harmonisation du post-marché en Europe

**Pierre COLLADON**

Chargé de mission en stratégie pour les infrastructures de marché - Société Générale Securities Services  
Animateur du MIG France de l'AFTI

Lorsque l'on parle de standards, deux questions reviennent de manière récurrente. La première concerne la stabilité de ces standards et la seconde l'état de préparation des pays dans lesquels ces standards doivent être mis en œuvre. L'objectif aujourd'hui est de faire un panorama concernant les standards européens en matière d'opérations sur titres (OST).

Pour ce faire, il convient tout d'abord de préciser ce dont on parle avant d'évoquer les potentielles évolutions à venir des standards et de tenter de faire une projection de leur mise en œuvre en Europe.

De quoi parle-t-on ?

La faïte des standards en matière d'OST est constitué par le *Corporate Actions Joint Working Group* (CAJWG). Ce groupe est composé d'experts qui sont chargés de définir ces standards sur le plan européen et de répondre aux questions d'interprétations éventuelles que ceux-ci peuvent générer. Ces standards, une fois définis, sont validés par des groupes de mise en œuvre nationaux appelés *Market Implementation Groups* (MIG). Ces derniers ont la responsabilité de les mettre en œuvre au niveau de leur propre marché. Les différents MIGs se réunissent semestriellement pour partager leurs expériences au sein d'un *European Market Implementation Group* (E-MIG), sorte d'assemblée européenne des MIGs.

En parallèle existe dans le cadre du projet Target 2 Securities (T2S) une structure de suivi des standards. L'*Harmonisation Steering Group* (HSG) évalue et suit la mise en œuvre de l'ensemble des standards européens y compris ceux relatifs aux OST dont la déclinaison technique dans le cadre de la plateforme a été traduite par le *Corporate Actions Sub-Group* (CASG).

Alors que le CAJWG suit dans sa globalité la mise en œuvre des standards, le HSG se concentre en priorité sur ceux à mettre en œuvre pour faciliter l'exploitation de la plateforme T2S avec une priorité donnée à l'harmonisation du traitement des OST sur flux, dites de priorité 1, c'est-à-dire censées avoir été déployées avant le passage

d'un marché à T2S, par rapport à celui des OST sur stocks, dites de priorité 2, c'est-à-dire dont le déploiement peut se situer postérieurement à la migration du marché vers T2S.

## Des standards qui évoluent ?

Lorsqu'un problème surgit au niveau des *Market Implementation Groups*, il est remonté au *Corporate Actions Joint Working Group* qui, pour schématiser, a défini les standards autour de quatre grands thèmes : dates de référence et leur séquence ou *Key dates*, qui jalonnent le déroulement de l'OST, flux d'échanges, essentiellement en recourant au format ISO dans les messages, traitement, principalement à travers la mise en place de la méthode *top down*, et enfin les opérations de régularisation, c'est-à-dire le traitement des OST sur flux.

Trois parmi ces quatre thèmes font encore aujourd'hui l'objet de discussions :

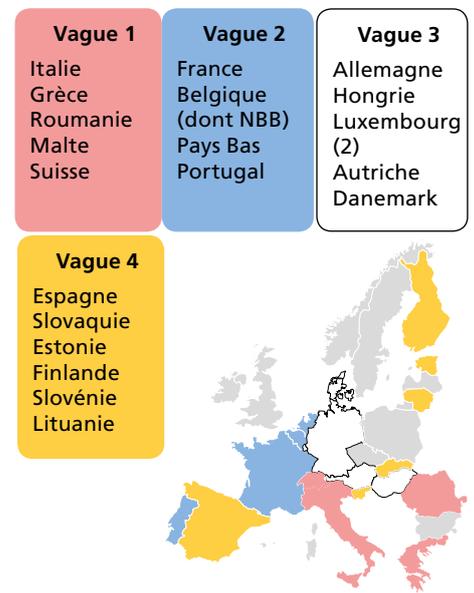
- La séquence de dates avec une problématique liée aux augmentations de capital garanties. Le marché anglais soutenu par les marchés néerlandais et suisse considère que la mise en place des nouveaux standards augmente la période d'exposition au risque de marché et par conséquent, que l'ordonnancement des dates devrait être revu pour positionner la date d'annonce et l'ex-date après la record date.
- Les flux d'échanges avec la mise en œuvre du COAF. Le COAF est une référence universelle qui permet d'identifier de façon unique une OST. Certains marchés n'en attribuent pas. Les différents acteurs opérant sur ces marchés peuvent ainsi donner leur propre référence pour une même OST. Ce sujet a été adressé notamment par le marché français au CAJWG mais s'agissant d'un sujet périphérique lié à l'application de la norme ISO, il est actuellement traité dans le cadre du HSG voire des instances ISO.
- Les régularisations avec deux sujets. Le premier concerne le prix de référence et le second le lien entre l'OST et l'OST sur flux. Dans le premier cas, on ne sait pas traiter l'OST sur flux immédiatement lorsque le prix de référence n'est pas annoncé au début de l'OST. Dans le second, aucun lien naturel n'est fait entre

l'OST et le traitement de l'OST sur flux. L'OST sur flux peut ainsi se dénouer alors même que l'OST elle-même a été remise en cause.

Tous ces sujets sont actuellement en cours de discussion mais aucune solution ne verra le jour avant la mise en place de la plateforme T2S voire pas avant 2017-2018 à l'exception peut-être du COAF.

## Une mise en œuvre selon deux mondes

Lorsque l'on regarde le panorama de mise en œuvre des standards, deux mondes se dessinent. Il y a tout d'abord les marchés de la zone Target 2 Securities (T2S) où l'on assiste à une sorte de course dans la mise en œuvre des standards sous la pression de la Banque centrale européenne (BCE) pour respecter les échéances fixées. Il y a ensuite les marchés en dehors de la zone T2S où l'on a une course à deux vitesses avec des pays majeurs parmi lesquels le Royaume-Uni, la Suisse ou la Suède qui ont un effet d'entraînement pour les autres, et des pays suiveurs principalement d'Europe centrale et d'Europe de l'Est qui se posent des questions sur la façon de résoudre les difficultés de déploiement.



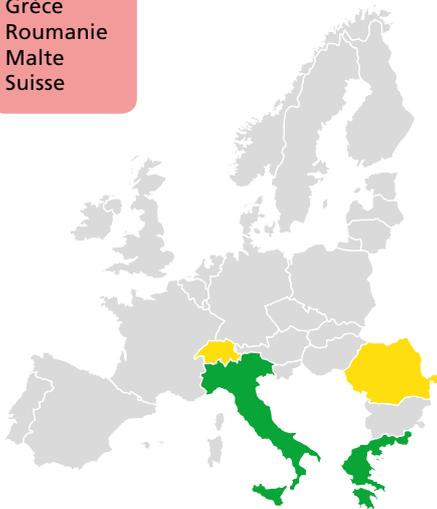
## État des lieux des travaux d'harmonisation du post-marché en Europe

Les marchés de la zone Target 2 Securities (T2S) sont représentés ici avec une couleur différente selon la vague de migration à laquelle ils appartiennent. Les marchés qui n'appartiennent pas à cette zone sont en gris.

Si on regarde la situation des marchés qui vont migrer à T2S lors de la Vague 1 :

### Vague 1

Italie  
Grèce  
Roumanie  
Malte  
Suisse



Pays concernés par la Vague 1 : Italie, Grèce, Roumanie, Malte et Suisse.

Les pays en vert sont ou seront globalement en phase au moment de leur migration avec les standards même s'il subsiste quelques détails à régler comme l'utilisation des messages ISO pour l'Italie (Monte Titoli).

Les pays en jaune ne sont pas en conformité mais avec des degrés différents de préparation. La Suisse a la particularité de faire partie de la zone T2S pour sa partie libellée en euro pour laquelle elle est en conformité avec les standards mais de ne pas en faire partie pour sa partie libellée en franc suisse pour laquelle elle n'est pas en conformité.

Lors de la Vague 2 :

Pays concernés par la Vague 2 : France, Belgique (dont NBB), Pays-Bas et Portugal.

Lors de la migration de la Vague 2, la France mais aussi la Belgique et les Pays-Bas ne seront pas totalement en conformité avec les standards. Néanmoins, ils ne devraient pas poser de difficultés importantes dans une phase où l'activité transfrontière sera encore limitée.

### Vague 2

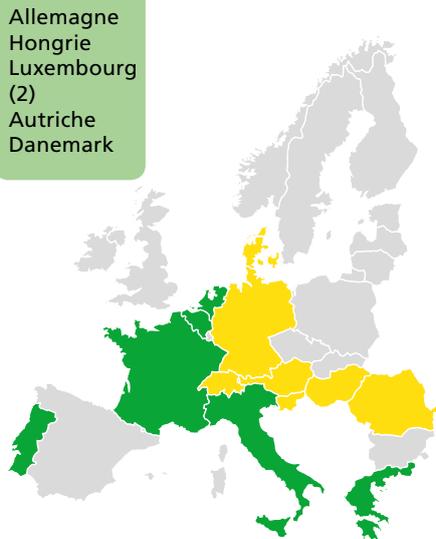
France  
Belgique (dont NBB)  
Pays Bas  
Portugal



Lors de la Vague 3 :

### Vague 3

Allemagne  
Hongrie  
Luxembourg (2)  
Autriche  
Danemark



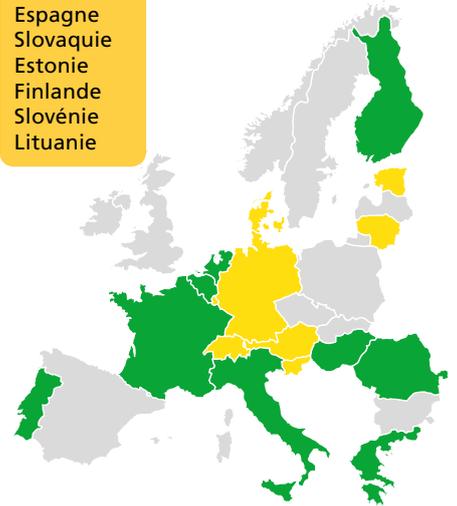
Pays concernés par la Vague 3 : Allemagne, Autriche, Danemark, Hongrie, Luxembourg

Dès la Vague 3, les pays de la zone Euronext seront en conformité avec les standards. En revanche, parmi les pays concernés par cette vague, tous ne seront pas en conformité en particulier l'Allemagne avec une problématique importante liée aux OST sur flux pour lesquelles des aspects réglementaires sont difficiles à traiter en raison de la fiscalité sous-jacente. Certains aspects sont en cours de résolution notamment sous la forte pression de la Banque centrale européenne (BCE).

Lors de la Vague 4

### Vague 4

Espagne  
Slovaquie  
Estonie  
Finlande  
Slovénie  
Lituanie



Pays concernés par la Vague 4 : Espagne, Estonie, Finlande, Lituanie, Slovaquie, Slovénie

Lors de la Vague 4 de plus en plus de pays seront en conformité avec les standards.

Il ne s'agit là bien entendu que de tendances. Dans la majorité des cas on peut considérer que ces pays seront en conformité avec les standards. Toutefois s'agissant de standards d'application volontaire, nous ne sommes pas à l'abri du risque que certains puissent rester en marge des standards.

### La suite...

Les standards en matière d'opérations sur titres (OST) ne sont pas les seuls standards concernés par la mise en place de Target 2 Securities (T2S). Des discussions sont encore en cours sur différents autres sujets comme les transferts de portefeuille dont on attend aujourd'hui la définition de pratiques de marché.

Des travaux sont également en cours sur la mise en place de standards pour les assemblées générales au niveau du Market Implementation Group (MIG) français avec une forte mobilisation de la Place pour le recours au vote électronique. Le cadre réglementaire évolue aussi avec la révision de la directive sur les droits des actionnaires. De nouvelles questions vont également se poser avec la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux (CMU), donnant les nouvelles priorités de la Commission européenne pour les années à venir. ■

## Et après... perspective T2S

**Thomas BRIAN**

*ESES Product management, Euroclear France*

Il est important de revenir à la genèse du projet pour comprendre les choix retenus par Euroclear pour s'adapter à l'environnement Target 2 Securities. Dès 2010, nous avons pris connaissance de l'ensemble de la documentation T2S publiée par l'Eurosystème, et nous avons lu les *User Detailed Functional Specifications* (UDFS). Nous avons ainsi pu identifier un certain nombre de nouveaux concepts et de nouvelles fonctionnalités proposés par la plateforme T2S, et réfléchi à la manière de transposer le traitement des opérations sur titres (OST) en utilisant ces nouveaux outils. En parallèle, une réflexion sur la maîtrise, le planning et le coût d'un tel projet a été entamée. On s'est alors rendu très vite compte que, d'une part, la plupart des fonctionnalités présentes sur la plateforme ESES d'Euroclear correspondaient aux standards et répondaient aux besoins des utilisateurs et, d'autre part, que leur modification et l'utilisation des nouvelles fonctionnalités T2S allaient générer des coûts additionnels pour Euroclear et ses participants. Pour minimiser ces coûts, la décision a été prise de faire du projet T2S un projet de connectivité, de portage iso-fonctionnel quant au traitement des OST sur soldes. Nous avons néanmoins identifié un certain nombre de points à améliorer au regard des standards qui ont été inclus dans deux projets additionnels, le premier CSE5 (mars 2015) pour la mise en œuvre des standards relatifs aux opérations de distributions obligatoires en titres et aux opérations de réorganisations obligatoires en titres, et le second CSE6 (septembre 2016) pour la mise en œuvre des standards relatifs aux opérations conditionnelles. Le seul point intégré au projet T2S est la mise en œuvre des standards et la refonte des traitements pour les OST sur flux.

### Ost sur stocks

Le traitement des OST sur soldes sera le même sur la plateforme T2S que celui que l'on connaît aujourd'hui, selon le modèle Investor CSD c'est-à-dire le modèle où les OST sont détectées et traitées par Euroclear France pour l'ensemble des participants ayant des positions dans le CSD indépendamment de leur mode de connexion à la plateforme T2S (soit directe, les Directly Connected Participants (DCP) soit indirecte via la plateforme d'ESES). Par exemple, ce n'est pas

le dépositaire central Monte Titoli qui paiera les dividendes à des participants ayant des positions sur une valeur italienne en Euroclear France. Le CSD italien paiera Euroclear France qui détient des positions dans ses livres puis Euroclear France paiera ensuite ses propres participants.

En ce qui concerne le processus de traitement de ces OST, nous allons continuer à recevoir de l'émetteur les informations relatives à l'OST qui seront ensuite saisies dans la base de données OST. Nous allons également continuer à diffuser les annonces préliminaires et les informations supplémentaires et continuer à regarder les positions des participants en fin de record date pour identifier ceux qui doivent bénéficier de l'OST. Le changement technique sera dans l'identification de ces positions dans l'outil T2S et non plus dans le système ESES comme aujourd'hui. De même, nous continuerons à générer des instructions mais qui seront envoyées à la plateforme T2S pour dénouement.

Le changement majeur induit par le choix d'adaptation dans le cadre de T2S et qui va impacter lourdement certains participants est la disparation des messages propriétaires au profit de messages ISO avec non seulement des changements de formats mais aussi de contenus. Certaines données contenues dans les messages propriétaires vont disparaître pour être remplacées par des données ISO plus harmonisées.

### OST sur flux

Comme pour les OST sur stocks, les OST sur flux seront traitées selon le modèle Investor CSD. Nous détecterons des transactions à régulariser sur la plateforme T2S que l'on comparera à celles détectées sur la plateforme ESES. Si une régularisation s'avère nécessaire, des instructions seront transmises à la plateforme T2S pour traiter cette régularisation.

Ce traitement est également à considérer dans un environnement cross-CSD c'est-à-dire entre deux participants de CSDs différents. Dans ce cas, chaque CSD enverra sa propre instruction à la plateforme T2S qui devra être appariée avec celle de sa contrepartie. Pour cela, il est néces-

saire de mettre en place les mêmes règles de détection et les mêmes traitements d'où l'importance de la mise en œuvre des standards et le choix de modifier les règles de détection et de traitement des OST sur flux.

Parmi ces modifications, les règles de détection prendront en compte les indicateurs *opt out* et *cum ex* présents dans T2S et le délai de détection sera de vingt jours ouvrés au lieu de quarante-cinq comme aujourd'hui.

Comme pour les OST sur stocks, les messages propriétaires disparaîtront au profit de messages ISO.

### Une activité Investor CSD croissante

Au-delà des adaptations techniques, Target 2 Securities c'est quatre vagues de pays qui vont rejoindre successivement la même plateforme et utiliser les mêmes règles. Cela signifie également la possibilité d'opérer sur des valeurs étrangères d'une manière plus simple et plus efficace avec une activité d'Investor CSD qui va être amenée à se développer pour Euroclear.

Pour supporter cette activité et offrir un niveau de service adéquat, un certain nombre de modifications et d'évolutions vont là aussi être nécessaires.

### Une politique d'admission et une localisation des titres qui va changer

Aujourd'hui, les titres étrangers admis dans T2S sont répartis entre les trois CSDs du groupe Euroclear (Euroclear Belgium, Euroclear France et Euroclear Nederland). Demain, l'ensemble de ces titres seront regroupés dans un unique CSD à savoir Euroclear France.

### Des liens directs avec les autres CSDs de la zone T2S

Aujourd'hui, nous avons des liens rationalisés c'est-à-dire que l'on a recours à un intermédiaire (Euroclear Bank) qui dispose d'un compte chez

## Et après... perspective T2S

ces divers CSDs, chacun d'entre eux ayant son propre moyen de communication. Demain, nous ouvrirons un compte en direct chez ces CSDs pour améliorer la qualité des traitements.

De la même manière, nous devons agir en tant que System paying agent (SPA) sur les titres étrangers pour offrir une gestion des espèces unifiée.

### Gestion de la référence unique de l'OST (COAF)

Aujourd'hui, la plateforme ESES ne gère que les COAF domestiques c'est-à-dire les références allouées en tant qu'Issuer CSD. Demain, nous serons capables de véhiculer les COAF attribués sur les autres marchés afin de permettre une meilleure réconciliation des opérations.

### mais aussi une activité Issuer CSD ouverte sur l'Europe

Les CSDs étrangers vont également pouvoir opérer sur les titres français d'où l'importance d'avoir un environnement harmonisé pour bénéficier ainsi d'une base de détenteurs la plus large possible en leur permettant de se connecter à Euroclear France.

### Quelques chiffres

#### ESES en tant qu'Issuer CSD

ESES avec ses trois CSDs représente la plus importante zone d'émission de T2S avec environ 81 000 codes ISIN disponibles sur toutes les typologies de titres usuellement traités. ESES offre des solutions et des services harmonisés et intégrés pour ses trois marchés français, belge et néerlandais. Dans le cadre de T2S, ESES continuera à offrir les mêmes services aux émetteurs.

#### ESES en tant qu'Investor CSD

ESES représente un panel de 15 000 titres étrangers en augmentation ces dernières années avec l'admission de titres de dettes en support des outils de gestion du collatéral. Un panel de titres qui sera étendu au fur et à mesure que les différents pays rejoindront la zone T2S.

ESES offrira des services adaptés avec un point d'accès unique à l'ensemble des CSD de la zone T2S grâce à l'utilisation des fonctionnalités cross-CSD.

### Le calendrier de mise en œuvre des liens directs

On se connectera en direct dès la migration sur la plateforme T2S en Vague 2 avec l'Italie et la Belgique, à partir de la Vague 3 avec l'Allemagne et l'Autriche et à partir de la Vague 4 avec l'Espagne. Pour les autres marchés de la zone, le calendrier est en cours de définition.

Si le projet T2S représente des évolutions techniques au niveau du traitement des OST sur stocks et des évolutions techniques et fonctionnelles au niveau du traitement des OST sur flux, c'est surtout un plan d'adaptation chargé pour tous les acteurs concernés à mener en parallèle de toutes les autres évolutions. Les premières phases de tests vont démarrer dès septembre 2015. Il nous reste finalement assez peu de temps pour nous organiser. ■

## La seconde phase des standards : l'autre challenge

**Olivier PIERRE**

Directeur, OTC Groupe Onepoint

La mise en production réussie de la première phase (Stream V) a pu se faire grâce à l'organisation mise en œuvre et à la mobilisation de l'ensemble des établissements. La seconde étape (Stream VI) constitue un autre challenge à relever mais dans un environnement plus complexe avec des standards qui font encore l'objet de discussions au niveau européen et dans un environnement instable avec des projets, dont la mise en œuvre de Target 2 Securities (T2S), qui vont interférer sur nos travaux.

### Le périmètre

Le Stream VI concerne les opérations sur titres conditionnelles c'est-à-dire les opérations pour lesquelles une instruction du bénéficiaire est requise sur une ou plusieurs options qui lui sont proposées. Ce sont tout d'abord les distributions obligatoires avec options parmi lesquelles on trouve les souscriptions avec droit préférentiel de souscription et les dividendes à options. Ce sont aussi les réorganisations obligatoires avec options dont les échanges et les réorganisations volontaires de type offres (OPA, OPE) ou de type exercice de bons ou conversion d'obligations.

Ces opérations constituent le périmètre fonctionnel sur lequel les groupes de travail vont devoir encore préciser quelques aspects de traitement même si déjà les cahiers des charges décrivent en grande partie les processus. Il reste certains éléments à confirmer en ce qui concerne notamment les opérations de réorganisations volontaires pour lesquelles le produit est remis au fil de l'eau.

Les principales évolutions attendues du Stream VI portent d'une part sur les key dates et d'autre part sur la transmission des instructions pour les opérations conditionnelles.

### Key dates : une optimisation des délais de traitement

Comme pour le Stream V, la mise en œuvre du Stream VI se concrétise par la mise en place de nouveaux jalons dans le traitement des OST conditionnelles. Ces nouveaux jalons ont pour objet d'optimiser et de sécuriser le traitement des opérations.

Le premier élément important qui nécessite une évolution réglementaire concerne les droits de souscription. Avec le Stream VI, la période de cotation des droits débutera deux jours de bourse avant la date de paiement et s'arrêtera deux jours avant la fin de l'opération. Or les textes prévoient aujourd'hui une cotation des droits pendant toute la période de souscription. Ce changement s'inscrit dans le cadre d'une évolution de la réglementation qui devrait aboutir prochainement.

Le second élément important qui doit être pris en compte concerne le délai de centralisation. Ce délai qui actuellement permet au centralisateur de consolider les demandes transmises par les teneurs de compte-conservateurs (TCC), de « rattraper » les éventuels retardataires et de communiquer à l'émetteur le résultat de l'opération disparaît avec la mise en place du Stream VI. Le produit de l'OST est remis dans les jours qui suivent la fin de l'opération. Cette modification importante dans l'organisation de la Place et en particulier du centralisateur pour ces OST, ne peut se faire sans un changement important de la communication entre les différents acteurs.

### La transmission des instructions

À compter de la mise en œuvre du Stream VI, les teneurs de compte vont devoir utiliser exclusivement la messagerie ISO (MT565) pour transmettre les instructions de leurs clients, en lieu et place des mouvements de type règlement/livraison (Franco ou SLAB) actuellement utilisés.

Par ailleurs, ces instructions ne seront plus transmises au centralisateur de l'opération comme c'est le cas aujourd'hui mais au dépositaire central Euroclear France qui va assurer la réception et le traitement de l'ensemble de ces instructions, pour livrer directement le produit de l'opération à son issue. Il s'agit là d'un changement majeur pour l'ensemble des acteurs qui vont devoir adapter leurs systèmes d'informations, revoir leurs procédures internes liées à ce type d'opérations et les modalités d'échange avec les autres acteurs.

### Le planning

Dès septembre 2015, les premiers tests T2S vont démarrer sur la plateforme ESES. Ces tests ne concernent pas uniquement le règlement/livraison mais aussi la gestion des opérations sur titres (OST) avec des impacts liés à la bascule des OST d'ESES vers T2S. Ces tests devront également permettre de s'assurer de la non-régression des fonctionnalités mises en place lors du Stream V dans un environnement T2S.

Ensuite une période intermédiaire s'ouvrira de mars à septembre 2016 pendant laquelle il faudra traiter les opérations conditionnelles avec les outils T2S alors même que les standards relatifs à ces opérations n'auront pas été implémentés.

Dès début 2016 la Place va devoir préparer la période de tests qui va précéder la mise en production du Stream VI comme cela a été fait pour le Stream V. La période de tests risque également d'être limitée dans le temps puisqu'aujourd'hui Euroclear propose une ouverture de sa plateforme de test entre juin et septembre 2016. D'où la nécessité de préparer de manière détaillée ces tests afin d'en maximiser le déroulement.

On perçoit toute la difficulté de la préparation et de l'exécution des tests puis de la mise en production du Stream VI pendant une période où la préoccupation majeure sera encore T2S.

Mais avant cela, il reste un certain nombre de tâches à réaliser dont la validation des modalités de traitement de certains types d'OST et l'élaboration des pratiques de marché au-delà des standards qui sont définis. Il sera nécessaire de revoir certaines pratiques nationales qui vont perdurer et de déterminer comment ces pratiques vont s'insérer dans le cadre de ces standards.

Il restera enfin à définir les principes de la mise en œuvre du Stream VI. Les modalités de migration retenues pour le Stream V devraient être reconduites pour le Stream VI (pas de migration en big bang).

## La seconde phase des standards : l'autre challenge

### Quelle organisation de Place ?

Il convient tout d'abord de tirer les leçons de la première étape et de capitaliser ensuite sur la dynamique mise en place.

#### Les points positifs

La forte mobilisation des établissements représentant l'ensemble des métiers est l'un des points positifs à retenir. La fluidité des échanges et le partage de l'information ont permis d'établir un dialogue constructif. Nous avons pu souvent parvenir à des compromis malgré les contraintes propres à chaque acteur. L'anticipation et la préparation des différentes étapes ont permis d'être prêts au bon moment.

Le choix retenu d'une migration au fil de l'eau a permis aux établissements de se familiariser avec la mise en œuvre des nouveaux standards avant que ne débute la période des OST pour l'année 2015.

#### Les points négatifs

L'absence de maîtrise du calendrier législatif est un point sur lequel il est difficile d'agir. On peut

néanmoins espérer que le cadre réglementaire sera en phase avec les standards pour le Stream VI.

Pour le Stream V, la période de test a été très courte, mais il semble que nous ne disposerons de guère plus de temps pour réaliser les tests du Stream VI selon les plannings déjà annoncés. Le partage d'information autour des tests avec les communautés belges et néerlandaises a été très faible même si ces dernières étaient vraisemblablement moins impactées que la communauté française. C'est un élément qu'il faudra prendre en compte lors de la mise en place du Stream VI dans un environnement T2S, afin de mutualiser d'avantage les tests et de tirer un meilleur profit des résultats obtenus.

### Quelles contraintes ?

Un certain nombre de contraintes, inexistantes pour le Stream V, vont s'imposer lors de la mise en œuvre du Stream VI.

D'abord, les acteurs de Place seront mobilisés sur le projet T2S avec une mise en œuvre encore très récente pour les acteurs de la zone Euronext (vague 2) et une préparation en cours pour de

nombreux établissements avec la migration des pays de la Vague 3.

Ensuite il ne faut pas sous-estimer la complexité des OST conditionnelles avec des adaptations non seulement techniques mais organisationnelles lourdes pour certains acteurs (centralisateurs, TCC, Euroclear) qui n'auront que très peu de marge de manœuvre pour s'adapter et effectuer leurs tests.

La Place dispose aujourd'hui de tous les éléments pour se préparer au mieux à ces changements indispensables pour harmoniser le traitement des OST en Europe, en tenant compte de l'expérience acquise lors du Stream V. Nous avons identifié les impacts et les adaptations nécessaires, nous avons testé une organisation de Place qui a fonctionné. Nous disposons donc maintenant des données suffisantes pour relever ce nouveau challenge dans un environnement que l'on pressent déjà comme mouvementé. ■