

Spécial Conférence n°40

Règlement-livraison: de J+3 à J+2 Quels impacts ?

Conférence du 18 octobre 2011



En partenariat avec

Sommaire

p. 2

Introduction

Marcel Roncin

p. 3

Le règlement-livraison en Europe : de J+3 vers J+2 ?

Marcel Éric Terret

p. 7

Point sur la réglementation française relative au délai de règlement livraison des titres financiers

Michel Karlin

p. 13

Présentation de l'étude d'impact sur la réduction à J+2 du délai de règlement-livraison

Marie-Thérèse Aycard

p. 19

Table ronde : Enjeux potentiels de la réforme sur l'industrie financière

Éric Dérobert

Philippe Barrau

Pierre-Dominique Renard

Philippe Bellande

Jean-Philippe Grima

Patrick Crésus

Sébastien Seailles



Introduction

par Marcel Roncin,
Président de l'AFTI

Bonjour à tous,

Je vous remercie de votre présence à notre Conférence consacrée à la réduction du délai de règlement-livraison, qui a déjà fait l'objet de travaux de l'AFTI, à l'occasion d'un petit-déjeuner en octobre 2010. Il s'agissait à l'époque d'en cibler les enjeux.

Cette conférence a été organisée en partenariat avec le cabinet Ailancy et la Fédération Bancaire Française.

Dans le cadre de l'explosion des volumes négociés et de l'internationalisation des échanges, les années 1990/2000 ont connu une uniformisation progressive des pratiques des Places financières et des délais de règlement-livraison.

Cette uniformisation a considérablement réduit les écarts entre les pays, mais également à l'intérieur d'un même pays, où les règles n'étaient pas toujours homogènes selon les valeurs traitées.

Elle a conduit à une relative standardisation des délais de règlement-livraison avec comme référence J+3 sur les principales places financières internationales.

En France, la loi de régulation bancaire et financière, adoptée par le Parlement le 11 octobre 2010, a réduit le délai à l'intérieur duquel s'effectuent aujourd'hui le dénouement des négociations, et simultanément l'inscription en compte.

Elle stipule également que le texte prendra effet à la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen.

Le législateur a donc, à juste titre, estimé qu'une telle modification n'avait pas grand sens au seul niveau national mais qu'elle trouverait toute sa justification dans le cadre d'une démarche d'harmonisation européenne.

Nous verrons tout à l'heure, avec l'intervention de Marcel Éric Terret qui représente la Commission européenne, qu'un certain nombre de marchés, sur un certain nombre de Places mondiales présentent déjà des dates de règlement-livraison inférieures à J+3.

La Loi RBF 2010 se voulait également une réponse à la crise financière, et son contenu est bien en ligne avec les orientations voulues par le G20 qui souhaite renforcer la sécurité des marchés et de l'industrie financière.

À la même époque, le Président de la République Française et la Chancelière fédérale d'Allemagne ont adressé à la Commission européenne un message fort sur la nécessité de lancer une initiative communautaire, propre à favoriser l'harmonisation des pratiques de règlement-livraison.

Globalement, nous l'avons vu, la réduction des délais de règlement-livraison a été une tendance lourde depuis la fin des années 80.

Cette réduction doit également se comprendre comme étant l'un des éléments de sécurisation des opérations financières, en France comme en Europe. Elle est en effet considérée comme contribuant à la réduction du risque de contrepartie.

Par ailleurs, la perspective de la mise en œuvre de Target 2 Securities, à l'horizon 2015, devrait être un puissant catalyseur. Elle conduit à s'interroger, d'une part, sur le degré de certitude du passage à J+2, d'autre part sur le timing et la méthode que choisira la Commission européenne pour l'acter officiellement.

Marcel Éric Terret reviendra sur ces points tout à l'heure. ■



Le règlement-livraison en Europe : de J+3 vers J+2 ?

par **Marcel Éric Terret**,
Administrateur de l'unité Market G2, infrastructures de marché, **Commission européenne**

Bonjour,

Concernant notre calendrier pour le projet de passage de J+3 à J+2 évoqué par Marcel Roncin, nous attendons un projet de législation, directive, ou plus probablement un règlement sur les dépositaires centraux de titres. Il s'agira donc de CSDR ou CSDD, nous ne savons pas encore. Il me semble qu'une consultation interservices vient d'être lancée, aujourd'hui même, auprès des autres commissaires pour convenir du texte qui pourrait être adopté fin novembre ou début décembre. Ce texte traitera, bien entendu prioritairement des CSD. Les CSD jouent un rôle très important dans les cycles de règlement, le texte traitera donc également de la question du passage à J+2.

- Pourquoi vouloir passer à J+2 ?
- Où en sommes-nous au niveau européen et au niveau mondial dans le cycle de règlement ?
- Quels sont les avantages et les inconvénients de J+2 ?
- Et finalement, pourquoi mettre tout cela dans notre projet de législation sur les CSD ?

1. Pourquoi vouloir passer à J+2 ?

Volonté d'évoluer vers J+2 : Contexte économique

Évolution de la réflexion sur la vente à découvert et le risque de liquidité :

La volonté d'évoluer vers J+2 avait déjà été annoncée, il y a plusieurs années, mais elle est devenue d'actualité récemment. En 2010,

nous avons analysé divers problèmes liés à la vente à découvert « à nu » sur les marchés d'actions, puis sur les marchés de dette souveraine. L'analyse a été étendue au cycle de règlement.

Tout cycle de règlement prolongé n'est-il pas une mini-vente à découvert ?

Certes la vente à découvert, opération de gré à gré, opère sur des délais de livraison beaucoup plus longs, de l'ordre du J+30, alors que les cycles de règlement qui suivent une négociation sur un marché réglementé sont de J+3.

Différents rapports ont mis en évidence que certains acteurs, pourraient être tentés de profiter de la longueur du cycle de règlement pour jouer sur du termaillage* (« leads and lags ») sur les titres.

Le récent rapport de la FED sur le « Shadow Banking », présentait différentes techniques qui aboutissent à traiter les titres comme du cash. Il a notamment mis en exergue, un phénomène analogue aux dates de valeur, avec la tendance à débiter tardivement chez le vendeur un transfert de titres et à le créditer en avance chez l'acheteur. Ces comportements, qu'ils relèvent de la gestion de flux tendus ou de la spéculation pure sont nuisibles et favorisent les défauts de règlement.

Évolution de la réflexion sur le risque de contrepartie

Cet été, nous avons connu des difficultés liées aux risques de défauts de règlement. Lorsqu'ils sont multipliés, ne débouchent-ils pas, in fine, sur une défaillance réelle, c'est-à-dire, non plus sur un retard, mais sur un risque de contrepartie ? Le passage d'un risque de liquidité

(souligné dans le cadre des dossiers de vente à découvert) à un risque de contrepartie nous a incités à accélérer le passage à J+2.

Volonté d'évoluer vers J+2 : Contexte technique

Au niveau domestique, la généralisation du DVP en temps réel a élevé le niveau d'exigence

Un cycle de règlement complet est traditionnellement décomposé en quatre étapes, occupant chacune une journée. La négociation en J+0, la confirmation en J+1, la compensation en J+2 et le règlement en J+3. Or la phase de règlement ne s'effectue plus en une journée mais très souvent en quelques secondes. La plupart des places sont donc déjà préparées au passage à J+2 par la généralisation de la livraison contre paiement en temps réel. Il subsiste très peu de CSD qui continuent de fonctionner en règlement fin de journée. Bien que nous en soyons au début du processus législatif, nous possédons d'ores et déjà les outils pour passer à J+2. Bien entendu, il existe d'autres sous-composantes de la phase règlement qui réduisent la marge de manœuvre, mais il est aussi possible de réduire la durée de la phase de confirmation, lorsqu'elle existe. Cela impliquera évidemment des problèmes techniques.

Le DVP en temps réel, généralisé au niveau de chacune des places et de chacun des CSD, réduit fortement le risque de contrepartie. Néanmoins, cette automatisation des systèmes domestiques pose un problème d'interopérabilité au niveau transfrontière.

* Termaillage : changement dans le rythme des règlements internationaux.

Au niveau transfrontière, problèmes de décalage transfrontière entre cycles de règlement DVP

En transfrontière, les liens se sont multipliés depuis une décennie. Le transfert entre deux CSD se produit très rarement en DVP mais free of payment. Le règlement a lieu dans le CSD émetteur, généralement par l'intermédiaire d'un agent qui effectue l'avance de ce que doit le CSD investisseur. Ce problème de liquidité pose donc également un problème de contrepartie : la solvabilité de l'agent, elle-même tributaire de la solvabilité du CSD investisseur, elle-même tributaire de ses participants. A fortiori, nous ne possédons pas de DVP en temps réel pour les liens à l'exception des quelques bridges qui ont été constitués, notamment entre Euroclear et Clearstream. Les distorsions qui en résultent pourraient être traitées dans ce cadre, en tirant prétexte du passage à J+2.

Volonté d'évoluer vers J+2 : Contexte politique

Depuis dix ans, avec les barrières Giovannini, nous nous sommes demandés comment la consolidation et à défaut, l'interopérabilité pourrait être facilitée entre les différents CSD, afin de réduire les coûts post-marché au niveau transfrontière.

Certaines réformes introduites par MiFid, avec les articles 35 et 42, par le code de conduite auquel beaucoup d'entre vous avez adhéré, ont lentement fait avancer les choses. La crise financière de 2008 a redonné un coup de fouet à ce programme en plaçant désormais l'objectif de consolidation et d'interopérabilité sous l'angle de la sécurité.

En décembre 2008, l'Ecofin a donné son feu vert pour légiférer sur le post-marché avec un programme législatif très serré. Parallèlement, le projet T2S, lancé à l'initiative de l'Eurosystème, lui emboîtait le pas.

Nous nous sommes interrogés, au niveau politique, sur l'opportunité d'un passage global à J+2. Les États-Unis nous ont répondu qu'ils souhaitaient rester à J+3, mais qu'ils étaient intéressés par nos travaux en Europe. Nous bénéficions d'un soutien politique très fort du tandem franco-allemand.

Différents travaux préliminaires ont été lancés :

- Sous la direction de Paul Bodart, les travaux du groupe HSC sur l'harmonisation des cycles de règlements.
- La Commission, à l'occasion de la consultation sur les CSD qui a eu lieu au début de l'année 2011 a pu collecter les avis d'environ une centaine de parties prenantes, infrastructures, intermédiaires, investisseurs et émetteurs.
- L'ESMA à la fin de l'été a également produit un travail sur le sujet.

2. Où en sommes-nous au niveau européen et au niveau mondial dans le cycle de règlement ?

Convergence mondiale : Y compris en Europe (Étude du HSC Group)

Les plus importantes places mondiales se règlent encore en J+3, mais en nombre, celles-ci ne sont pas les plus nombreuses.

- Australia Equity: J+3 : CHES
- Australia Bonds: J+3 : Austraclear
- Brazil Equity: J+3 : CBLC
- France Equities and Bonds: J+3 : Euroclear France
- UK Equity and Corporate Debt: J+3 : CREST
- USA Equity and Corporate Debt: J+3 : DTC
- USA Government Debt: J+3 : Federal Reserve

- Brazil Corporate Debt: J+1 : CETIP
- Brazil Government Debt: J+0 : SELIC
- Germany Equities and Bonds: J+2 : Clearstream Banking Frankfurt
- Hong Kong Equity: J+2 : HKSCC
- Hong Kong Debt: J+2 : CMU
- India Equity and debt: J+2 : NSDL or CDSL
- India Government Debt: J+2 : RBI
- South Korea Equity: J+2 : JASDEC
- South Korea Debt: J+0 : Bank of Japan
- UK Gilts: J+1 : CREST

Même si l'Europe est officiellement très majoritairement en J+3, avec seulement deux pays en J+2, l'Allemagne et la Bulgarie, une partie des filières de règlement se règle en pratique en J+2,

voire beaucoup plus court en J+0. Un exemple très important est le Gilt en Grande-Bretagne qui se règle en J+1.

Une enquête, menée par le groupe présidé par Paul Bodart, sur l'harmonisation des cycles de règlement, montre que, selon les filières, presque la majorité des règlements s'effectuent en moins de J+3.

- Euroclear Bank (Eurobonds): 64 % en J+3 et **19 %** en J+2 ou moins.
- Euroclear Belgium: 56 % en J+3, et **41 %** J+2 ou moins
- Euroclear France: 55 % en J+3, et **41 %** J+2 ou moins
- Euroclear Nederland: 46 % en J+3, et **49 %** J+2 ou moins.

Le HSC Group a alors recommandé le passage à J+2, à l'exception des activités de refinancement, qui sont, effectivement, à J+1. En effet, le marché du refinancement est quasiment en temps réel puisqu'il est directement intégré aux systèmes de règlement et livraison de titres. Le groupe HSC a par ailleurs soutenu la possibilité de déroger à cette règle J+2 bilatéralement.

3. Quels sont les avantages et les inconvénients du passage en J+2 ?

Avantages de J+2 : Un risque de contrepartie

Le risque de contrepartie a été une préoccupation essentielle du superviseur et du législateur européen depuis plus d'une dizaine d'années.

- Le superviseur européen a imposé le recours au DVP qui supprime le risque que l'un livre et que l'autre parte avec les titres et les espèces qu'il n'a pas payées.
- Le législateur européen a imposé la directive sur la finalité des règlements de 1998, dite « SFD » (98/26) qui supprime le risque d'annulation rétroactive.

Toutefois, le principe du DVP, et les règles de finalité introduites par la directive finalité de 98, ne fonctionnent qu'à l'intérieur d'un système. En dépit de quelques petits progrès, en particulier en 2009, avec la réforme de la directive finalité

qui prévoit une finalité pour les systèmes dits interopérables, la protection des systèmes de règlement-livraison de titres est essentiellement une protection domestique.

La création de la plate-forme T2S fournit une occasion pour passer à J+2. En effet, la plupart des systèmes qui entreront dans T2S seront rendus interopérables selon les critères techniques définis par T2S. Nous espérons les résoudre sur le plan juridique dans le futur règlement ou la future directive sur les CSD concernant la définition du moment de l'entrée d'un ordre dans un système qui, lui-même, participe à une plate-forme technique.

Pour résumer, à l'avenir en Europe, le risque de contrepartie durant la période de règlement sera très réduit, puisque dès lors qu'une transaction en bourse est conclue et réglée dans un système de règlement-livraison de titres européen, elle sera livrée et réglée plus vite (en J+2), de manière synchrone au sein d'un même système (DVP en temps réel) et bientôt synchrone entre plusieurs infrastructures (T2S). De plus la livraison et le règlement ne peuvent être annulés rétroactivement (SFD).

Inconvénients de J+2 : Un risque de liquidité

Paradoxalement, alors même que toute la législation récente vise à réduire le risque de liquidité, en plus du risque de contrepartie, au motif qu'un risque de contrepartie n'est, in fine, que la prolongation d'un risque de liquidité, la réduction des intervalles de temps accroît la pression sur les acteurs, avec un risque de cafouillage et un risque d'erreurs accru, notamment d'erreurs humaines.

Avec le passage en J+2, nous pouvons nous attendre, au moins durant la phase de montée en charge, à une augmentation du risque de liquidité qui serait exprimé sous la forme d'une augmentation de défauts de règlement c'est-à-dire de non-livraison des titres à la bonne heure, voire à la bonne date.

Comme je l'ai dit tout à l'heure, le cycle Post trade se décompose en trois ou quatre grandes étapes qui se décomposent elles-mêmes en une

série de sous-étapes :

- ▶ Négociation (ordres, exécution des ordres).
- ▶ La vérification (plus ou moins longue selon le degré d'automatisation des marchés : « confirmation » entre les participants directs et « affirmation » entre ces derniers et leurs clients, puis « matching des ordres »).
- ▶ La compensation, avec le clearing des ordres, puis leur netting, l'émission des instructions de règlement et la gestion du risque de contrepartie par la CCP (appels de marge) :
- ▶ Le règlement-livraison : transfert des titres, transfert de la monnaie, avec un « matching » pour les besoins du DVP et enfin crédit et débit sur les comptes titres et espèces concernés.
- ▶ La phase la plus longue et la plus incertaine est la phase de vérification. Pour ceux dont les systèmes ne sont pas automatisés, les vérifications s'effectuent par fax, le fax étant encore le moyen d'information et d'opposition habilitée juridiquement, le plus universellement reconnu dans le monde entier. Une plate-forme qui est très exotique, vous enverra un fax pour vous confirmer généralement en J+0 mais, parfois en J+1, l'accord sur la chose et le prix qui ont été échangés lors du trade.

Avec un passage en J+2, la chaîne devra être comprimée. Il faudra alors réduire une ou deux étapes. L'étape du clearing étant fortement encouragée par la législation récente (règlement EMIR), celle-ci doit être maintenue. La généralisation du DVP en temps réel évoquée tout à l'heure permet de réduire la durée de la période de règlement mais n'est pas suffisante. **Il faudrait donc supprimer ou réduire l'étape de la confirmation.** Il y a alors deux méthodes possibles :

- ▶ Considérer que le trade vaut confirmation dès qu'il y a accord sur la chose et le prix (à l'instar de ce que prévoit le droit civil). Mais il y aura alors une grande incertitude car sans confirmation écrite, seule la parole enregistrée au téléphone ou le clic de la souris sur l'écran pourront servir de preuve. On ne peut pas acheter des lignes de titres comme si c'était de la simple vente par correspondance.
- ▶ Utiliser des plates-formes de confirmation, avancées, qui pourraient intervenir dès J+0 Dans ce cas-là, il conviendrait que les mar-

chés amendent leur règlement intérieur afin de s'assurer que les confirmations seront reçues dès J+0.

Inconvénient du J+2 : Un risque de défaut corrigé par un accroissement de la discipline

Si des participants indirects éprouvent des difficultés à apporter les titres ou les espèces en J+2 du fait d'une confirmation tardive, les participants directs qui, eux sont tenus par le délai de J+2, seront amenés à faire l'avance des titres ou des espèces correspondants, ce qui les place alors dans une situation de risque de contrepartie et éventuellement de marché.

C'est l'une des raisons pour lesquelles le passage à J+2 envisagé dans notre projet de législation européenne sera accompagné par un volet sur la discipline de règlement, visant d'une part à prévenir ces retards et d'autre part à sanctionner les personnes responsables d'un retard de paiement ou de règlement.

4. Pourquoi mettre tout cela dans notre projet de législation sur les CSD ?

Les dépositaires centraux de titres (CSD) auront un rôle éminent dans l'organisation du passage à J+2. Nous aurions certes pu introduire le passage à J+2, au niveau des textes « marchés », notamment dans la deuxième mouture de la directive MIF qui vient d'être adoptée. Cependant, en pratique, les outils de contrôle, notamment pour les sanctions qui devront être prononcées en cas de non-respect par un participant à un système, de son obligation de régler ou de livrer à J+2, ne pourront être mis en œuvre qu'au niveau des CSD, lesquels, en opérant les systèmes de règlement-livraison, se situent tout au bout du cycle de règlement. De même, dans un contexte transfrontières, où les superviseurs des CSD ne sont pas nécessairement les mêmes que les superviseurs des marchés, les superviseurs des CSD seront mieux à même de faire respecter la discipline de règlement correspondante.

Questions de la salle :

Comment les textes européens seront-ils mis en œuvre lorsque la décision sera prise, en prenant en compte le fait que chaque État applique les textes à son propre rythme ? Ne peut-on pas craindre une sorte de cacophonie ?

Dans une Europe qui est très majoritairement en J+3, le passage graduel à J+2 serait effectivement source de cacophonie. C'est une des raisons pour lesquelles nous militons fortement pour avoir un règlement et non une directive. C'est d'ailleurs un des arguments clés de l'étude d'impact qui sera publiée en même temps que notre projet de texte. Nous le saurons dans six semaines puisqu'il faut également l'aval des autres commissaires pour passer à un règlement et traduire le projet de texte retenu dans 21 langues. Il convient de noter que le règlement ne suffit pas à organiser un Big Bang. Il faut également prévoir un calendrier à l'intérieur de notre texte. Ce calendrier pourra être décalé, lors des discussions au Conseil et au Parlement, si celles-ci se prolongent. Nous avons dans notre ligne de mire, un certain nombre de projets de plates-formes tel T2S mais nous n'essaierons pas de les faire coïncider exactement avec ce projet. L'idéal est que toutes les plates-formes concernées et tous les CSD soient en mesure d'offrir J+2 avant la concrétisation des projets les plus importants. Mais je ne voudrais pas anticiper sur les scénarios que va présenter l'interlocuteur suivant.

Que pense l'Eurosystème de cette problématique ?

Vincent BONNIER, Banque de France

C'est une bonne question. Je ne suis pas sûr d'avoir la réponse. Le projet T2S, comme l'a évoqué Marcel Éric, va être un catalyseur d'harmonisation en offrant une plate-forme unique de règlement-livraison en Europe. Cela se fera



en fonction des dates de règlement qui figurent dans les différentes instructions. Il est probable qu'en tant que catalyseur du changement et catalyseur d'harmonisation, cela facilitera, la mise en place de règles harmonisées au niveau des différentes places européennes. De façon plus générale évidemment, tout ce qui est favorable à l'harmonisation des règles de marché a le support de l'Eurosystème, bien évidemment.

Pierre Colladon, Société Générale

Juste une question par rapport à l'hypothèse de suppression de l'étape de confirmation. N'est-il pas un peu dangereux dès le départ, d'envisager cette étape dans la mesure où cela pourrait entraîner un peu de cacophonie en amont des instructions pour arriver à un règlement-livraison extrêmement périlleux ?

Marcel Éric Terret

À ma connaissance, dans la plupart des États membres, l'étape de confirmation n'est pas réglementée par la loi. Je ne tiens pas compte des règles de marché qui peuvent prévoir des règles plus précises. La question que j'ai posée

tout à l'heure n'était pas de savoir si on devait supprimer l'étape de la confirmation. J'évoquais les scénarios possibles, notamment du fait que l'étape de la confirmation est souvent celle qui prend le plus de temps dans le cycle de règlement. Nous pourrions également accélérer le clearing, mais les CCP ont déjà un cahier des charges bien lourd depuis l'adoption du règlement EMIR. En revanche, il me semble difficile d'accélérer le règlement actuellement : comme le DVP est déjà en temps réel, la seule étape qui puisse être encore réduite est celle de la confirmation. Mais, pour autant, cela ne signifie pas que la confirmation doive être supprimée. L'objectif serait qu'elle soit davantage automatisée et qu'elle ait lieu en J+0. C'est en premier lieu aux marchés de prévoir cette obligation. Néanmoins, nous n'excluons pas de donner un petit coup de pouce à notre projet de législation en faveur de la confirmation en J+0.

Marcel Roncin

Merci beaucoup, Marcel Éric. Je donne la parole à Michel Karlin qui va faire un point de la réglementation française relative à notre question.



Point sur la réglementation française relative au délai de règlement-livraison des titres financiers

par **Michel Karlin,**

Conseiller technique auprès du Secrétaire général adjoint,
Direction de la gestion d'actifs et des marchés,
Autorité des Marchés Financiers

Bonjour,

L'objet de cette intervention est la présentation des textes français relatifs au délai de règlement-livraison des titres financiers. Il a semblé en effet que, comme l'AFTI procède à une analyse globale des conséquences du passage à J+2, il serait utile de reprendre de façon synthétique tous les événements prévus à cet égard par la réglementation ; les textes organisent en effet plusieurs possibilités, des exceptions, des modalités particulières.

Je vous propose de passer en revue les articles en cause du code de commerce, du Code monétaire et financier, et du règlement général de l'AMF. Je ne traiterai pas toutefois, pour rester dans le délai imparti, ce qui touche à la participation aux assemblées générales, sujet important, mais qui sera abordé dans la présentation suivante.

1. Date de transfert de propriété des titres : 2 cas différents

Le premier texte que je présenterai est l'article L.228-1 du Code de Commerce (9^e alinéa) ; cet article met en exergue deux situations fondamentalement différentes en matière de délais de règlement-livraison.

Article L.228-1 du code de commerce (9^e alinéa) :

« En cas de cession de valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou livrées dans un système de règlement et de livraison mentionné à l'article

L. 330 1 du Code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 211-17 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État. »

Le premier cas porte sur des transactions relatives à des valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou livrées dans un système de règlement-livraison. Attention ! Le critère est bien l'admission aux opérations du dépositaire central ou la livraison dans un système de règlement-livraison. Ainsi, pour une transaction ne mettant pas en jeu un système de règlement-livraison, les règles de ce premier cas s'appliqueront tout de même dès lors que la valeur concernée sera admise aux opérations du dépositaire central.

Le deuxième cas touche donc des transactions concernant des valeurs mobilières non admises aux opérations du dépositaire central ou non livrées dans un système de règlement-livraison.

Le transfert de propriété, précise l'article cité ci-dessus, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur : cet élément est en réalité une constante, valable dans les deux cas.

Ce qui caractérise véritablement ce second cas est contenu dans le décret auquel renvoie l'article L.228-1 du code de commerce et codifié à l'article R.228-10 dudit code : « Pour l'application de la dernière phrase du neuvième alinéa de l'article L.228-1, l'inscription au compte de l'acheteur est faite à la date fixée par l'accord

des parties et notifiée à la société émettrice ». Ce second cas ne doit pas être assimilé à une transaction de gré à gré. Il est clair qu'une transaction de gré à gré portant sur une valeur admise au dépositaire central pour ne retenir que ce critère devra obéir aux règles fixées pour le premier cas.

Revenons à présent à ce premier cas : les valeurs mobilières qui sont admises aux opérations d'un dépositaire central et/ou livrées dans un système de règlement-livraison et la référence à l'article L211-17 du Code monétaire et financier. Cet article est aujourd'hui suivi de l'article L211-17-1 qui fixe le nouveau délai de J+2. Il ne sera plus question, dans le code monétaire et financier de valeurs mobilières, concept du code de commerce, mais de titres financiers, une des deux composantes avec les instruments financiers à terme des instruments financiers.

2. Titres admis aux opérations d'un dépositaire central ou d'un système de R/L : la démarche générale

L'article L.211-17 du code monétaire et financier est ainsi libellé :

« Le transfert de propriété des 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.

Par dérogation aux alinéas précédents, lorsque le système de règlement et de livraison assure la livraison des titres financiers en prévoyant un dénouement irrévocable en continu, le transfert n'intervient au profit de l'acquéreur que lorsque celui-ci a réglé le prix. Tant que l'acquéreur n'a pas réglé le prix, l'intermédiaire qui a reçu les titres financiers en est le propriétaire. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités particulières de transfert de propriété applicables dans le cas prévu au présent alinéa. »

Cet article appelle les commentaires suivants :

L'inscription des titres au compte-titres est tout à fait fondamentale, et comme on l'a souligné ci-dessus, générale dans la mesure où, dans le droit français des titres, c'est cette inscription sur le compte-titres qui matérialise le droit de propriété de l'investisseur.

Quand l'inscription sur le compte-titres se réalise-t-elle ? Dans quel délai ? La loi renvoie à l'Autorité des marchés financiers le soin de préciser le délai de règlement-livraison et les modalités de ce règlement-livraison.

Toutefois, l'article introduit dans son troisième alinéa la problématique des dénouements réalisés dans un système prévoyant un dénouement irrévocable en continu. Le délai de règlement-livraison n'est pas en soi en cause, mais c'est la nature du bénéficiaire de la propriété des titres qui est en jeu.

En pratique, la grande majorité des processus de règlement-livraison prévoit un dénouement irrévocable en continu ; deux situations sont susceptibles de se produire lorsque les titres arrivent sur le compte de l'intermédiaire :

soit le client de l'intermédiaire a déjà payé les titres qu'il a achetés et son compte espèces a été débité : les titres en question sont alors la propriété de l'investisseur, du client du teneur de compte-conservateur ;

soit le compte espèces n'a pas encore été débité par le teneur de compte-conservateur : tant que l'acquéreur n'a pas réglé le prix, l'intermédiaire qui a reçu les titres financiers en est alors le propriétaire. Il peut se refinancer en servant de ces titres, d'où l'importance qu'il en soit bien le propriétaire ; cette disposition de la loi est essentielle pour les processus de refinancement intra-day et tout particulièrement pour la Banque centrale mais, comme nous l'avons déjà souligné, elle ne modifie rien fondamentalement au délai de règlement-livraison, J+2 ou J+3. Simplement la propriété des titres transite, dans la journée de dénouement, par le compte-titres du teneur de compte-conservateur.

Venons en maintenant au délai à proprement parler de règlement-livraison et aux conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. À nouveau plusieurs situations sont distinguées, en l'occurrence par le règlement général de l'Autorité.

3. Le délai de règlement-livraison dans le cadre d'une négociation sur un marché : application de la règle de base du J+3

C'est ici l'article 570-2 du règlement général de l'AMF qui fixe le principe et mentionne la possibilité d'exceptions à ce principe :

« En cas de négociations d'instruments financiers mentionnés « au II » de l'article L.211-1 du code monétaire et financier sur un marché mentionné aux titres 1^{er} ou 2 du livre V, le transfert de propriété, mentionné à l'article 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 effective 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 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. »

Cet article appelle les commentaires suivants :

- Comme il a été précisé plus haut, l'expression « valeurs mobilières » utilisée à l'article L. 228 1 du code de commerce fait place à l'expression « titres financiers mentionnés au II de l'article L.211-1 du Code Monétaire et Financier » et correspondant aux titres de capital émis par les sociétés par actions, aux titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse, et aux parts ou actions d'organismes de placement collectif.

- Le livre V du règlement général de l'AMF porte sur les infrastructures de marché ; le titre 1^{er} de ce livre porte sur les marchés réglementés ; le titre 2 porte sur les systèmes multilatéraux de négociation.

- L'article indique quand précisément se produit l'inscription sur le compte-titres :

« Cette inscription a lieu à la date de dénouement effective 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. »

Cette disposition a les conséquences suivantes :

À partir du moment où le teneur de compte-conservateur est crédité chez le dépositaire central, lui-même doit créditer le compte-titres de son client ; c'est cette écriture de crédit qui matérialise pour l'investisseur le dénouement de l'opération.

Si le teneur de compte-conservateur n'est pas directement en compte chez le dépositaire cen-

tral mais conserve les avoirs correspondant aux titres de ses clients chez un teneur de compte-conservateur dit mandataire, le dénouement s'effectue le jour où le teneur de compte-conservateur mandataire est crédité dans les livres du dépositaire central. Ce même jour, ce mandataire crédite le compte de son mandant et ce dernier crédite le compte-titres de ses clients concernés.

Dans le cas particulier où les deux investisseurs, l'acheteur et le vendeur, sont inscrits en compte chez le même teneur de compte conservateur, celui-ci devra être tenu par le même délai de règlement-livraison, même si rien ne l'oblige à passer par le système de règlement-livraison.

Enfin, le règlement général précise que le délai de règlement-livraison est de 3 jours de négociation, sous réserve de modalités spécifiques et sauf exceptions examinées ci-après.

4. Enregistrement comptable versus inscription au compte-titres

La dualité date d'enregistrement comptable et date d'inscription sur le compte-titres est juridiquement importante. Elle est introduite à l'article 570-3 du règlement général de l'AMF :

« L'enregistrement comptable de la négociation aux comptes de l'acheteur et du vendeur est effectué dès que leur teneur de compte conservateur a connaissance de l'exécution de l'ordre ; cet enregistrement comptable vaudra inscription en compte et emportera transfert de propriété, à la date mentionnée à l'article 570-2.

En cas d'absence de dénouement total de la cession dans un délai fixé par les règles de la chambre de compensation ou du système de règlement et de livraison, l'enregistrement comptable est annulé.

En cas de dénouement partiel affectant plusieurs acheteurs, les enregistrements comptables sont annulés au prorata des droits de chacun.

L'annulation des enregistrements comp-

tables est sans préjudice des recours des parties concernées. »

Cet article est intéressant car il a été l'aboutissement en avril 2006 de dix années de discussions de Place, précisément sur la question de la date de changement de propriété, en suite d'une transaction. Avant avril 2006, la date de changement de propriété des titres financiers était le jour de la conclusion de la transaction sur ces titres. Cette solution présentait l'inconvénient de ne pas être en cohérence avec la solution adoptée à cet égard par la plupart des autres grands marchés. Il en résultait qu'à un même moment un investisseur en France et un autre investisseur soumis à un autre droit pouvaient être juridiquement propriétaires des mêmes titres, pendant trois jours de négociation, à l'occasion d'une transaction. Les pouvoirs publics ont souhaité, face à une telle anomalie (et à un tel risque), modifier la date de transfert de propriété et l'établir le jour du dénouement à la place du jour de la négociation. Cette volonté se heurtait cependant à une forte réticence des centres de titres bancaires en charge de la clientèle de particuliers. Opérer ce changement de date pouvait avoir des conséquences lourdes et coûteuses, du fait des modifications à apporter aux systèmes informatiques. Finalement, la solution qui a obtenu le consensus de toutes les parties en présence a consisté à changer le droit sans changer la pratique et ainsi sans impacter les systèmes. Le jour de la négociation, la pratique de l'inscription en compte a été maintenue, mais sous la forme, juridiquement, d'un simple enregistrement comptable, valant inscription en compte trois jours de négociation après !

5. Le cas particulier des opérations financières réglementées par le livre II du règlement général de l'AMF (offres au public, offres publiques d'acquisition...)

C'est en l'occurrence l'article 570-4 du règlement général de l'AMF qui traite ce cas particulier :

« En cas d'opération relevant du livre II, l'initiateur de l'opération précise la date à

laquelle se réaliseront les inscriptions aux comptes des acheteurs et des vendeurs et les mouvements correspondants des comptes ouverts dans les livres du dépositaire central au nom des teneurs de compte conservateurs, dans le respect des règles fixées, le cas échéant, par le marché ou le système multilatéral de négociation concerné. »

Ce cas particulier n'est pas directement lié à la problématique du délai de J+3 : dans ce contexte, le transfert de propriété se réalise en effet à l'initiative de l'émetteur.

6. Exception à la règle du J+3 : possibilité de fixer un délai inférieur

L'article 570-5 du règlement général prévoit cette exception à la « règle du J+3 » :

« Les règles de fonctionnement d'un marché ou d'un système multilatéral de négociation peuvent prévoir que, pour certains types de transactions, la date à laquelle se réalisent les inscriptions aux comptes des acheteurs et, simultanément, les mouvements correspondants des comptes ouverts dans les livres du dépositaire central au nom de leurs teneurs de comptes-conservateurs, intervient au terme d'un délai inférieur à trois jours de négociation après la date de transaction. »

Cet article porte sur un processus d'exception qui peut contribuer largement à expliquer les 49 % d'opérations qui seraient dénouées en J+2 en France, selon la présentation précédente de Marcel Éric Terret.

Ce texte est particulièrement destiné à tous les titres de créance négociables ayant une durée de vie très réduite.

7. Propriété des droits financiers issus d'une OST

Cette question évidemment étroitement liée au sujet qui nous occupe est traitée à l'article 570-6 du règlement général :

« En cas de négociations effectuées sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, l'acheteur bénéficie, dès le jour de l'exécution de l'ordre, de la propriété des droits financiers détachés entre le jour de la négociation et la date de l'inscription des titres en compte.

Par dérogation, les règles d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation peuvent prévoir que, pour tout ou partie des titres de créance admis à la négociation, l'acheteur ne bénéficie de la propriété de ces droits financiers qu'une fois intervenu, à son profit, le transfert de propriété desdits instruments financiers. »

À nouveau, ce sujet est en lien avec la logistique informatique. Il est difficile d'imposer aux intermédiaires des changements lourds et sans incidence économique et juridique significative dans le traitement des détachements de droits. Il a été admis, pour cette raison, que malgré les modifications mentionnées précédemment sur la détermination de la date de transfert de propriété, la réglementation ne mettrait pas en cause les pratiques prévalant avant ces changements. Ainsi, le principe énoncé au premier alinéa attribue le bénéfice de la propriété des droits détachés entre le jour de la négociation et la date d'inscription des titres en compte à l'acheteur des titres, dès le jour de l'exécution de son ordre d'achat, alors même qu'il n'est pas encore (qu'il n'est plus depuis avril 2006) le propriétaire. Inversement « par dérogation », pour les titres de créance, l'acheteur ne bénéficie de la propriété de ces droits financiers qu'une fois intervenu, à son profit, le transfert de propriété desdits instruments financiers, alors qu'une telle solution est, elle, conforme à la réglementation actuelle relative à la date de transfert de propriété. Là encore les impératifs pratiques ont prévalu. Répétons-le, sur le plan économique et financier cet état de fait est sans conséquence.

Les procédures en vigueur aujourd'hui organisant le détachement des droits mentionnés au premier alinéa tiennent compte avec intelligence, sur le plan pratique, du délai de J+3. Ces procédures devront sans doute être revues avec le passage à venir à un délai de J+2.

8. Dénouement irrévocable en continu : modalités particulières du transfert de propriété

Ce point a déjà été souligné au début de cette intervention, au point 2, puisqu'il est explicitement abordé dans l'article L.211-17 du code monétaire et financier, renvoyant à ce sujet au règlement général de l'AMF. Dans ce dernier, c'est précisément l'article 570-7 qui constitue le texte d'application :

« Dans un système de règlement-livraison en continu, un enregistrement en cours de journée dans les livres du dépositaire central, matérialisant un dénouement au profit d'un teneur de compte conservateur, vaut transfert de propriété au profit de ce teneur de compte conservateur, s'il est l'acquéreur de ces titres ou si son client acquéreur ne les a pas encore payés. L'enregistrement, dans les livres du dépositaire central, en cours de journée, matérialise un dénouement au profit du client acquéreur du teneur de compte conservateur, si ledit client a payé les titres. »

Comme cela a été mentionné précédemment, cette disposition est importante dans le cadre du refinancement intra-day des intermédiaires concernés. Elle permet à la Banque centrale de refinancer en cours de journée l'intermédiaire qui a la qualité de propriétaire des titres pris en pension.

9. En cas de cession hors d'un marché : J+3 sauf si les parties en conviennent autrement

L'article 570-2 présenté au 3 ci-dessus traite du règlement-livraison en suite d'une négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation. Le règlement général de l'AMF porte également sur le règlement-livraison en suite d'une transaction hors des marchés ou systèmes prévus à l'article 570-2 ou aussi en suite d'une transaction assimilée à une transaction hors marché. L'article 570-8 concerné est ainsi libellé :

« 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 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. »

Cet article porte donc sur les transactions de gré à gré, hors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, et sur les opérations de bloc initiées sur un marché ou sur un système multilatéral de négociation, mais assimilées à des cessions hors marché, telles que définies dans l'instruction AMF ci-après.

Le principe pour la fixation du délai d'inscription en compte-titres pour ces opérations est par défaut de J+3 après la cession, sauf si évidemment les parties en conviennent autrement.

Cet article pourrait aussi contribuer à expliquer les 49 % d'opérations d'ores et déjà réglées en J+2 sur le marché français, évoquées dans son exposé par Marcel Éric Terret et dont nous avons parlé précédemment. L'instruction à laquelle l'article renvoie pour la détermination de ce qu'est une opération de bloc assimilable à une opération hors marché est reproduite ci-dessous.

Instruction n° 2006-03 du 21 février 2006 relative aux négociations d'instruments financiers sur un marché, assimilées à des cessions hors marché, dans le cadre de la détermination de la date de transfert de propriété.

Article 1^{er} - Négociation assimilée à une cession effectuée hors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation
La négociation, mentionnée à l'article 560-8 du règlement général, assimilée à une cession d'instruments financiers hors d'un marché mentionné aux titres I^{er} ou II du livre V du règlement général de l'AMF, est une transaction effectuée sur un tel marché, mais présentant les caractéristiques suivantes :

1° elle ne résulte pas de la confrontation directe des ordres présentés par les membres du marché ;

2° elle porte sur un montant supérieur à un niveau précisé par les règles de fonctionnement du marché. (Voir notamment les articles 4404, 4404/1 et 4404/2 des règles de marché harmonisées d'Euronext)

Article 2 - Entrée en vigueur

La présente instruction entre en vigueur le 1^{er} avril 2006.

10. Cas particulier du nominatif administré : article 322-65 du règlement général de l'AMF

Le traitement des titres revêtant la forme du nominatif administré obéit à des règles particulières s'appliquant à la fois à la personne morale émettrice dans les livres de laquelle se situent les comptes-titres des investisseurs concernés, au dépositaire central par lequel transitent les informations véhiculées dans les bordereaux de référence nominative et enfin au teneur de compte-conservateur chargé par l'investisseur d'administrer son compte ouvert dans les livres de la personne morale émettrice. Le teneur de compte-conservateur ouvre également un compte à l'investisseur, mais il s'agit d'un compte reflet du compte-titres mentionné ci-dessus et non d'un compte-titres à proprement parler. La réglementation présentée ci-dessous est parfaitement compatible avec un délai de J+3, mais elle laisse la porte ouverte à un délai inférieur.

L'article du règlement général de l'AMF traitant le cas du nominatif administré est l'article 322-65 :

« En cas de changement de titulaire d'un instrument financier nominatif administré, consécutif à l'exécution d'un ordre de bourse, l'intermédiaire teneur de compte conservateur en cause transmet au dépositaire central concerné le bordereau de références nominatives au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la date d'exécution de l'ordre. Le dépositaire central transmet à son tour le bordereau de références nominatives à la personne morale émettrice, au plus tard, le jour de négociation suivant, en précisant la date à laquelle il enregistre ledit bordereau.

Au plus tard le jour de négociation suivant la réception du bordereau de références nominatives, la personne morale émettrice met à jour sa comptabilité. Au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la réception du bordereau de références nominatives, la personne morale émettrice retourne le bordereau de références nominatives au dépositaire central. Ce dernier transmet le bordereau de références nominatives à l'intermédiaire en cause au plus tard le jour de négociation suivant la réception dudit bordereau.

La date des mouvements comptabilisés par la personne morale émettrice est la date précisée par le dépositaire central et mentionnée au premier alinéa ».

Ainsi, c'est bien le dépositaire central qui fixe le délai de règlement-livraison, au cas par cas, mais, en tout état de cause, pas au-delà de J+3. Remarquons que la terminologie « instruments financiers » devrait être revue à la suite des travaux menés par l'AMF avec l'AFTI et l'AFG en vue d'une révision du cahier des charges du teneur de compte-conservateur. Il devrait être systématiquement question de titres financiers à la place de ce vocable plus large d'instruments financiers.

11. Dispositions nouvelles issues de la loi de régulation bancaire et financière du 23 octobre 2010

Le législateur a décidé en 2010 de réduire le délai de règlement-livraison à moins de deux

jours, afin de limiter les risques de défaut et les risques de spéculation dans le cadre des ventes à découvert. Toutefois, cette mesure n'entrera en vigueur que lorsqu'une disposition générale en ce sens aura été décidée au niveau européen. Le nouvel article L.211-17-1 ne diffère pas sur la plupart des points de l'article L.211-17 commenté au 2 ci-dessus, en vigueur tant que la réglementation européenne n'instaure pas ce délai de J+2. Les deux dispositifs divergent toutefois sur deux points fondamentaux : l'étendue du délai (J+2 à la place de J+3) et la condition de l'harmonisation européenne.

Le II de l'article L.211-17-1 traitant le sujet est reproduit ci-dessous :

« En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés au II de l'article L.211-1, le transfert de propriété 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.

Cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme d'un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres. Il peut être dérogé à ce délai pour des raisons techniques dans les cas énumérés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

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 deuxième et troisième alinéas du présent II prennent effet à la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen. » ■

Questions de la salle :

Le back-office traite aujourd'hui les suspens dans un délai de J+3. Comment les choses seront-elles envisagées avec un jour en moins ?

Réponse de Michel Karlin :

La seule réponse possible, à l'issue de cet exposé, est que les opérations traitées aujourd'hui dans un délai de 3 jours de négociation devront l'être dans un délai de deux jours... Il est clair que, comme l'a souligné Marcel Éric Terret dans son exposé, les back-offices devront s'adapter sur le plan opérationnel.

QS. : Concernant la future mise en place du J+2, est-il envisagé, par exemple, de faire changer les règles de fonctionnement de la chambre de compensation concernant la procédure de rachat forcé, qui intervient dans un délai supérieur à J+3 ?

MK : Il s'agit d'une autre problématique. Le risque de confusion entre le délai de règlement-livraison et le délai de rachat par la Chambre est permanent. La Commission des sanctions de l'AMF a bien à plusieurs reprises rappelé que les titres devaient être livrés, sauf exceptions ou modalités particulières prévues par la réglementation, dans un délai de J+3 (demain de J+2). La procédure de rachat de la Chambre, entrant en application quand le règlement-livraison n'a pas été effectué dans le délai prévu par la réglementation, obéit à une autre logique. Le délai de rachat prévu par la Chambre ne prévaut en aucune façon sur le délai de règlement-livraison organisé par les textes réglementaires.

QS. : Ne se concentre-t-on pas trop aujourd'hui sur les suspens de livraison alors qu'on devrait prendre en compte les défauts d'appariement et plus en amont les dysfonctionnements dans les processus de confirmation ?



MK : Je suis tout à fait en accord avec vous. Il convient en effet de prendre une vision d'ensemble du processus de règlement-livraison. Le défaut de livraison constaté « en bout de chaîne » et qui conduit à un suspens de dénouement n'est qu'un des facteurs ou symptômes de mauvais fonctionnement à prendre en compte. Au début de la chaîne, il importe que le processus de confirmation – affirmation soit mis en œuvre de façon efficace et rapide, surtout dans une perspective de passage à un délai réduit à J+2. Ensuite, les défauts d'appariement dans les systèmes dits de préparation précédant le système de dénouement doivent être également pris en compte. Si l'appariement ne se produit pas correctement, les ordres ne sont pas envoyés dans le système de dénouement. L'absence de suspens de dénouement ne constituerait pas, dans cette hypothèse, un indicateur de bon fonctionnement des mécanismes de règlement-livraison !

Les processus de confirmation sont de nature contractuelle. Ils ne font pas l'objet aujourd'hui d'une réglementation spécifique. C'est sans doute dans le cadre des codes de bonne conduite que cette problématique pourrait être

le mieux abordée. Au demeurant, quand le code de bonne conduite élaboré de façon conjointe par l'association des trésoriers de banque et l'association française des trésoriers d'entreprise était en vigueur, des règles contraignantes avaient effectivement été posées par ce code. Ce dernier n'est plus en vigueur aujourd'hui, les deux associations ayant rompu leur accord. La question devrait être examinée au niveau européen. Elle devrait faire une part importante à l'automatisation. Plus le délai de règlement-livraison sera réduit et plus on peut penser que seule une automatisation systématisée des processus de règlement-livraison sera à même d'éviter les dysfonctionnements.

Cela dit, les positions prises par les autorités vis-à-vis de ces dysfonctionnements diffèrent largement. Tous les pays ne se fondent pas en la matière sur une même culture. À un extrême, l'idée est de réglementer pour prévenir, gérer, sanctionner ces dysfonctionnements. À l'autre extrême, l'idée est que ces dysfonctionnements doivent être traités par les parties concernées, de façon contractuelle...



Présentation de l'étude d'impact sur la réduction à J+2 du délai de règlement-livraison

Marie-Thérèse Aycard,
Associée, Ailancy

Bonjour,

En remerciant l'AFTI de nous permettre de restituer les travaux que nous avons menés dans le cadre du projet « Étude d'impacts du passage du règlement-livraison à J+2 », je tiens à préciser et à rappeler qu'il s'agit d'une analyse d'impact : nous nous sommes attachés à qualifier la nature de ces impacts, et à préciser le délai nécessaire pour la mise en œuvre d'un tel projet. Nous avons essayé d'identifier quelles seraient les dates-clés de ce passage et enfin nous nous sommes attachés à déterminer comment mener la coordination d'un tel projet.

Il ne s'agit pas d'une consultation sur « quels sont les atouts d'un tel projet ? ». Nous sommes en effet partis du postulat que la décision est prise et que les acteurs français vont être amenés — comme les acteurs européens du reste — à passer à une date de règlement-livraison à J+2, à une date encore indéterminée.

1. Contexte

Le projet entre dans le cadre d'une harmonisation européenne et prend tout son sens en complémentarité avec la grande réforme à venir qu'est T2S. Rappelons que dans le périmètre T2S, l'Allemagne a déjà adopté un cycle de règlement-livraison à J+2.

En France, il existe un texte législatif qui acte le fait que nous allons passer à un délai de règlement-livraison à J+2, en harmonisation avec un texte européen à venir. La loi sur la régulation bancaire et financière d'octobre 2010 a déjà inscrit cela dans les textes.

Dans ce contexte, l'AFTI a mandaté Ailancy afin de mesurer les impacts de ce raccourcissement, en interrogeant tous les acteurs du cycle des opérations. Nous avons donc interrogé des émetteurs, des brokers, des sociétés de gestion, des clearers et des teneurs de compte conservateurs. Nous avons également rencontré les différentes infrastructures qui pouvaient donner des grands principes directeurs à suivre par toutes les typologies d'acteurs.

Nous avons travaillé très étroitement pour cette étude avec deux référents : Pierre Colladon et Philippe Bellande de SGSS.

Les travaux ont été structurés en trois volets :

1^{er} volet :

- Identification des impacts auprès des teneurs de comptes conservateurs TCC (Retail et Institutionnel) tant du point de vue opérationnel et informatique (ce sont classiquement les projets informatiques qui nécessitent des délais longs) que contractuel, législatif et réglementaire.
- Revue détaillée des actions à mettre en œuvre par ces acteurs 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^e volet :

La démarche est similaire, se focalisant auprès des autres acteurs : sociétés de gestion, brokers,

clearers, émetteurs. Avec l'appui de l'AFG, nous sommes entrés en contact avec un nombre significatif de sociétés de gestion.

3^e volet :

Il s'agissait de travailler avec les infrastructures.

2. Principes directeurs de la démarche

Les premiers travaux que nous avons menés consistaient à bien délimiter le périmètre du passage à J+2. Pour ce faire, nous sommes partis des textes mis en application aujourd'hui concernant le cycle de J+3.

En termes de calendrier, la période de travaux s'est déroulée de mi-juin à fin septembre.

Nous avons élaboré un questionnaire par nature d'impact, qui a été présenté aux différents groupes de travail de l'AFTI et adressé à tous les acteurs concernés. Nous avons ensuite travaillé avec les infrastructures, et enfin terminé par une phase de consolidation permettant de produire notre document de synthèse.

Sur 71 établissements interrogés, principalement les adhérents de l'AFTI et des sociétés de gestion via l'AFG, le taux de réponse est de 34 %. Au-delà de la statistique en nombre d'établissements, notons que nous avons eu des correspondants de différents métiers dans les grandes banques françaises, ce qui a assuré des résultats représentatifs.

Nous avons identifié les principaux points-clés suivants :

1. Ordonnancement de la mise en application par pays

Nous pensons que la Commission européenne va émettre un règlement, mais cela reste incertain. Nous attendons cette réglementation ou cette directive pour avoir les détails du passage de J+3 à J+2.

Il est important pour l'analyse d'impact de savoir si nous serons :

- En mode progressif :
- En mode « Big Bang » : Une mise en application simultanée pour tous les pays concernés.
- Ou en date butoir : Une mise en application par calendrier propre à chaque pays avant une certaine date.

Dans un premier temps, les établissements semblaient plutôt favorables à un « big-bang ». Ce procédé permet de s'affranchir d'une gestion complexe de règles propres à chaque pays. Pour autant, malgré cet avantage, nous soulignons un fort risque de liquidité, lors de la bascule et certainement dans la période « post-basculé » dans laquelle une vigilance particulière devra être apportée. Aussi, sous cet angle, il paraît plus judicieux de préconiser un démarrage progressif pays par pays, ou zone par zone, pour limiter les risques au niveau de quelques banques centrales et non pas au niveau de la BCE.

2. Périmètre privilégié pour la France

En tout état de cause, si nous sommes dans cette hypothèse d'un passage progressif, il existe une pression d'Euroclear, et de tous les custodians représentés, pour que le périmètre ESES (marchés belge, français et néerlandais) reste homogène et démarre de façon concomitante. Au-delà de cela, les acteurs interrogés ont remonté qu'il serait préférable d'être homogène sur un périmètre plus large et de compléter la zone ESES par le Portugal pour garder une cohérence Euroclear et Nyse Euronext.

3. Dépendance avec d'autres projets

Le troisième point a trait à d'éventuelles dépendances avec d'autres projets de Place. Comment inscrire le passage à J+2 par rapport aux portefeuilles de grands projets ? Il existe en premier lieu une interdépendance avec T2S.

Le passage à J+2 pour tous les pays avant T2S est un scénario privilégié. En effet, une désynchronisation avec certains pays à J+2

et d'autres à J+3, alors même que T2S aurait démarré, peut entraîner des sujets d'ordre concurrentiel entre les différents CSD.

Il existe également une dépendance plus nuancée avec le projet HDD/HDR, relatif aux nouvelles modalités de traitement des OST. Démarrer à J+2 avant la mise en œuvre de HDD/HDR aurait évité de revenir sur un certain nombre de paramétrages. Nous ne considérons pas que cette interdépendance soit essentielle et aujourd'hui nous pensons que le calendrier HDD/HDR est tel qu'il ne permettra pas que J+2 le précède.

4. Point d'ancrage d'une valeur donnée

Il est important de préciser le point d'ancrage à partir duquel une opération est assujettie, ou pas, au passage à J+2. Est-ce en fonction de la réglementation à laquelle la plate-forme de négociation est assujettie ? Ou de la réglementation du CSD ? Ou de celle du participant ?

À ce stade, les travaux préconisent une règle d'ancrage pour une opération donnée via l'« Issuer CSD » (dans le cadre de T2S et d'un passage progressif par pays) dont dépend le code ISIN de la valeur.

J+2 s'appliquerait donc à une valeur dès lors que son « Issuer CSD » est régulé par un pays ayant adopté le passage à J+2.

5. Timing du projet

Nous avons étudié différents scénarios et le délai qui semble le plus approprié est un délai de 18 mois, en prenant en compte la mise en œuvre de tests globaux et d'une forte coordination.

Nous avons étudié différents scénarios, dans le cas d'un passage avant T2S :

• Dans le cas d'un passage progressif :

Le passage à J+2 pour la France se ferait avant la troisième vague de T2S, à savoir avant 2016 pour le périmètre ESES.

En anticipant 18 mois de mode projet, il serait alors nécessaire de prendre les décisions plus de 18 mois avant afin de permettre la mise en œuvre du projet, c'est-à-dire, début 2014.

Certaines périodes de l'année sont à éviter pour

ne pas cumuler les risques, comme la saison d'OST, les périodes d'AG, les fins d'année et de trimestres, les mois d'août et de décembre. Le mois privilégié serait le mois de septembre, même si c'est une fin de trimestre, il est préféré au mois de novembre pendant lequel il y a habituellement une SWIFT release.

• Dans le cas d'un passage simultané ou avec une date butoir

Le passage à J+2 devrait alors se faire avant la première vague T2S. La mise en application serait alors avant 2015. Avec le même cheminement que précédemment, tout devrait donc être clair début 2013 pour pouvoir démarrer.

Ce calendrier semble le plus réaliste, car même dans le cas d'un passage progressif, il y a des chances qu'il y ait une date-butoir avant T2S. Un travail doit alors être effectué en 2012 pour pouvoir lancer un projet opérationnel début 2013.

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

Pour les infrastructures et pour les différentes typologies d'acteurs, la complexité est plutôt d'ordre organisationnel qu'informatique. En effet, le cycle J+2 est déjà traité dans les systèmes d'information, car déjà effectif dans plusieurs pays et pour différents types d'opérations. Des paramétrages seront néanmoins bien évidemment à considérer.

Je vous propose de détailler 4 types d'impact :

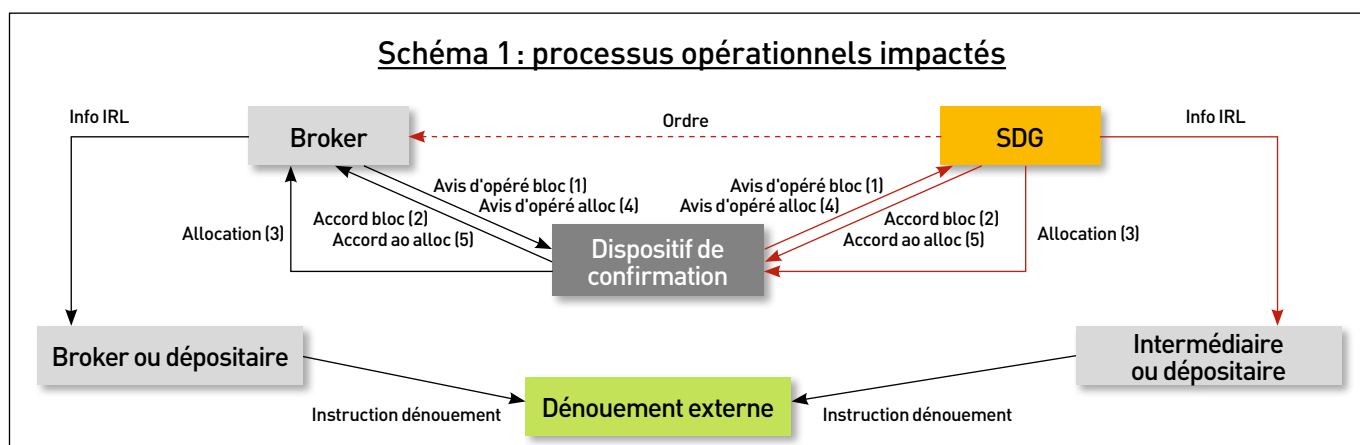
1. Les impacts opérationnels
2. Les impacts sur le business
3. Les impacts sur l'informatique et la liquidité
4. Les impacts juridiques et fiscaux

1. Les impacts opérationnels

Avec le passage du règlement-livraison à J+2, c'est l'ensemble du processus, depuis l'avis d'exécution, l'émission des confirmations par la société de gestion vers le broker, la génération des IRL (Instructions de Règlement-livraison) jusqu'au dénouement auprès du CSD, qui devra passer d'une durée de trois à deux jours.

À ce jour, en ce qui concerne les confirmations,

Schéma 1 : processus opérationnels impactés



environ 30 % des sociétés de gestion ne sont pas automatisées. Il s'agit pour la plupart des plus petites sociétés de gestion, donc cela ne représente pas 30 % des opérations, mais cela reste cependant significatif.

Nous identifions un impact organisationnel significatif entre la société de gestion et le broker. D'une part, le recours au fax mobilise les collaborateurs des back-offices, et d'autre part un retard de confirmation entraînant une défaillance de dénouement peut créer un effet boule de neige susceptible de générer chez le broker des suspens significatifs avec pour conséquence, un véritable risque de liquidité que nous réévoquerons.

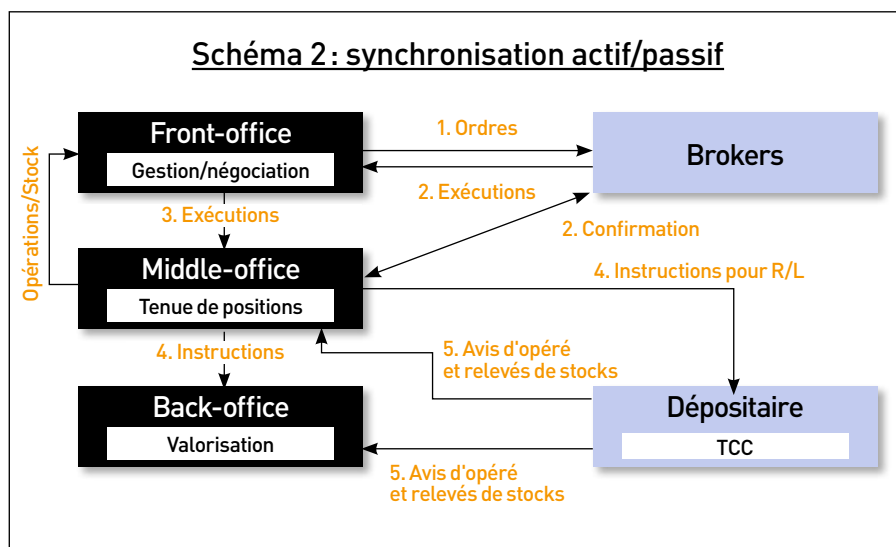
La possibilité de faire évoluer la réglementation pour rendre obligatoire une automatisation des confirmations a été suggérée. Pour autant une telle évolution ne pourra pas intervenir avant le passage à J+2. Il faudrait donc optimiser les process en l'état actuel des textes.

Une deuxième suggestion a été formulée, consistant à optimiser/rapprocher les deux processus « confirmation » et « génération des IRL ».

L'effet vertueux du passage à J+2 serait d'inciter les sociétés de gestion à automatiser leurs pratiques.

Les brokers pourraient d'autre part revoir leur business modèle en adoptant une tarification différenciée à l'égard de leurs clients, selon que ceux-ci recourent ou pas à des processus manuels.

Schéma 2 : synchronisation actif/passif



Qu'en est-il des règlements-livraisons des parts de fonds dont l'actif va se dénouer en J+2 et dont le passif devrait également se caler sur J+2 pour garantir une parfaite synchronisation actif/passif?

Ce cas de figure est-il fréquent ?

Il existe un nombre significatif de fonds, particulièrement les fonds déposés chez Euroclear et opérés, sur la plate-forme OPCVM d'Euroclear, dont le passif est dénoué en J+3.

Quelles sont les étapes du process qui devront être raccourcies ?

Pour une bonne synchronisation passif/actif, les souscriptions/rachats doivent se dénouer en J+2, délai qui correspond au dénouement des investissements de l'actif.

Le délai ramené à deux jours, doit permettre :

- Le calcul de la VL,

- L'émission des avis d'opérés depuis le centralisateur vers le TCC,
- La génération des IRL vers Euroclear ou le CSD.

Les rôles respectifs des acteurs concernés par ces trois process devront être revus. Les acteurs les plus concernés par la réduction du délai pour les règlements-livraisons du côté passif sont :

- Le valorisateur,
- Le centralisateur,
- Le TCC.

Certaines sociétés de gestion s'inquiètent des impacts du raccourcissement du délai, notamment vis-à-vis de la clientèle asiatique. Du fait des décalages horaires, le raccourcissement est problématique.

2. Les impacts sur le business

Les différents acteurs seront impactés au niveau de leur business.

Pour les TCC Retail:

Certains auront un impact financier qu'il conviendra de mesurer et de qualifier. Ces établissements se rémunèrent sur la base de dates de valeur et ont une gestion de trésorerie liée aux flux des opérations.

Pour LCH.Clearnet et les clearers:

Il peut y avoir un impact de trésorerie: les appels de marges porteront sur deux jours au lieu de trois. Le placement de cette trésorerie va alors mathématiquement diminuer.

Pour les sociétés de gestion:

L'impact porte sur les opportunités commerciales, notamment avec une inquiétude au regard de la clientèle asiatique. Les sociétés de gestion vont-elles rester attractives?

Pour les brokers:

Il peut y avoir un impact dans le cadre d'une incitation plus forte à différencier la tarification vis-à-vis des sociétés de gestion, en fonction de leur degré d'automatisation. Ils courent également le risque de subir des suspens avec des coûts internes et des pénalités.

3. Les impacts sur l'informatique et la liquidité

Concernant les impacts informatiques:

- Des adaptations seront à réaliser sur plusieurs domaines fonctionnels, et ce, pour tous les acteurs. Elles ne seraient pas unitairement d'une grande complexité. En revanche, une multitude de points seront à traiter.

Notons que les TCC sont inquiets au sujet de leurs applicatifs BRN, qui ne sont, en général, pas les systèmes les plus récents et les plus faciles à faire évoluer. Nous nous interrogeons sur le caractère obligatoire de la réduction du délai de production des BRN à J+2. En effet, les textes relatifs à la production des BRN font uniquement référence à la date de négociation.

Au niveau de la liquidité:

- Le jour du démarrage, avec deux journées de dénouement en une seule, il y aura certainement de plus grandes difficultés à se refinancer, ainsi que des risques significatifs de suspens.
- Lors de la bascule puis en post-démarrage, une augmentation du taux de suspens est également à prévoir: cela va nécessiter une surveillance accrue de la part de la Banque Centrale et des trésoriers.

4. Les impacts juridiques et fiscaux

Concernant les impacts juridiques:

- Impacts sur les conventions:** des avenants ou modifications seront à apporter aux conventions clients/fournisseurs où les délais de R/L sont détaillés
- Impacts sur les prospectus:** l'impact est limité en France en raison du faible nombre de prospectus annonçant le délai de R/L

- Impacts réglementaires:** notons des modifications à apporter à l'Article 570-2 du Règlement Général de l'AMF sur le transfert de propriété mentionnant le délai de 3 jours, ainsi qu'à l'Article R. 225-85 du Code de commerce sur le droit de vote, qui mentionne également le délai de 3 jours.

Pour les 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 ». D'autre part, concernant les opérations de fin d'année à exclusion de la fiscalité, le délai passera des 3 derniers jours aux 2 derniers jours de décembre, avec un impact sur les relevés ISF, IFU sur les relevés de portefeuille de fin d'année.

Cela nous a amenés à dresser des tableaux de bord des actions à mener.

Type d'impact	Actions à mener
Impacts Organisationnels	<ul style="list-style-type: none"> Réviser les processus de confirmation, de pré-matching, de traitement des IRLs, de traitement des BRN, de gestion des relances, d'ajustement SBI et des dates de valeurs appliquées aux clients. Automatiser les processus et les accélérer afin de s'adapter au nouveau cycle de R/L. Vérifier le besoin de synchroniser l'actif et le passif des fonds dans le cadre du nouveau cycle de R/L et 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.
Impacts sur le volet Business	<ul style="list-style-type: none"> Mener une réflexion sur le modèle économique (notamment pour les brokers): faut-il faire évoluer la tarification appliquée en fonction de l'automatisation ou non des sociétés de gestion? 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 pour LCH.Clearnet et les clearers.
Impacts sur la liquidité	<ul style="list-style-type: none"> Anticiper un impact lors de la bascule et prévoir une surveillance accrue. Mobiliser les liquidités nécessaires pour fluidifier le dénouement si un taux de suspens élevé est constaté après la bascule. Optimiser les outils de gestion prévisionnelle afin de mieux gérer le besoin en trésorerie et d'anticiper le besoin en couverture.
Impacts sur l'informatique	<ul style="list-style-type: none"> Vérifier les paramétrages nécessaires afin d'adapter les processus au nouveau cycle de R/L. Procéder aux évolutions.

4. Analyse du point d'ancrage

Je souhaite revenir sur l'analyse du point d'ancrage et ce qui nous a conduits à préconiser la règle de l'Issuer CSD.

Aujourd'hui, chaque plate-forme de négociation implique une seule règle de gestion par code ISIN. Cette règle est liée à la chaîne : « plate-forme de négociation/compensateur/CSD local ».

Demain, avec le passage à T2S, nous aurons une étape supplémentaire, la plate-forme de règlement-livraison unique. Celle-ci pourra ensuite dispatcher sur tous les CSD de la zone concernée.

Il y aura une rupture du couple plate-forme de négociation/CSD.

Dans le cadre du passage à T2S, quel pourrait être le point d'ancrage ? Y aurait-il un intérêt à ce que ce soit la plate-forme de négociation ? La réponse est plutôt négative. En effet, dès lors qu'une valeur peut être négociée sur plusieurs plates-formes, cela peut entraîner des confusions.

Si la règle de gestion d'une valeur donnée avec un code ISIN était plutôt arbitrée par le CSD local, cela créerait une complexité dans le calcul du coupon couru. Pour une même valeur, déposée dans un CSD l'une à J+2 et l'autre à J+3, le calcul du coupon couru ne permet pas de parvenir au même résultat (voir schéma ci-dessous).

Le point d'ancrage qui nous semble le plus pertinent est celui de l'Issuer CSD.

5. Marché obligataire et cycle de R/L pratiqué

Le marché obligataire est également concerné. Ce marché a une volumétrie significative et se négocie sur des plates-formes dites « organisées » :

Ces dernières associent à un type d'opérations, un cycle de règlement-livraison qui varie de J+1 à J+3

Elles sont automatisées et suivent leurs propres règles de gestion.

Notons qu'il s'agit d'une pratique et non de l'application d'une réglementation.

Ces opérations sur ces plates-formes permettent entre autres de refinancer d'autres opérations, traitées sur les marchés réglementés.

En ce qui concerne les cycles de règlement-livraison (actuellement à J+3) de ces produits traités sur des marchés organisés, vont-ils passer à J+2 concomitamment à ce qui est réglementé et obligatoire, ou bien y aura-t-il un décalage ? Une harmonisation et un ajustement doivent être prévus à cet égard.

Au regard de l'importance des montants traités sur le marché obligataire, ce point influe significativement sur les risques de liquidité au moment de la bascule. Si le marché de taux n'est pas concerné, cela minimise les risques de liquidité évoqués précédemment.

Cette étude mérite des approfondissements, mais nous pensons que ces plates-formes organisées vont faire coïncider leur passage à J+2

avec ce qui se fera sur les marchés réglementés. Par conséquent, les sujets de liquidité sont réels.

6. Mise en œuvre du projet

Pour ce projet de 12 à 18 mois, se pose la question de la gouvernance. Tous les établissements interrogés s'accordent sur la nécessité d'une coordination globale.

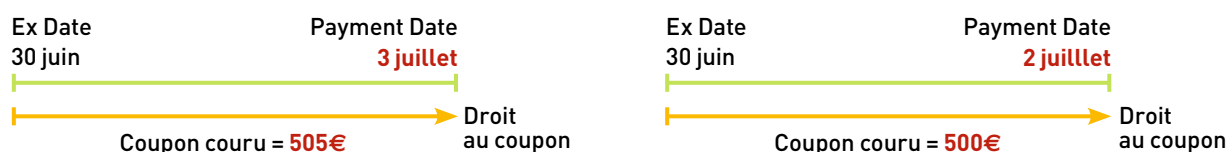
Ce projet sera suivi dans le cadre du comité C3P (comité de planification des projets de Place). Le C3P va s'attacher à suivre le projet jusqu'à ce qu'une gouvernance ad hoc soit mise en place (interaction au niveau français, à l'échelle européenne et sans doute avec la strate intermédiaire du périmètre ESES, voire ESES plus Portugal).

Quelques questions complémentaires devront être instruites. Tout d'abord, il sera utile de parvenir à quantifier plus précisément la mesure des besoins en termes de cash le jour de la bascule.

Par ailleurs, nous avons identifié un impact potentiel chez des fournisseurs de données. De même, il serait bon de rencontrer et de se coordonner avec les MTF et avec les plates-formes obligataires pour comprendre comment elles appréhendent le sujet.

Enfin nous recommandons de lancer ou relancer la question de l'optimisation des processus de confirmation, de génération des IRL, en liaison avec les sociétés de gestion, les brokers, et les teneurs de comptes conservateurs. ■

Schéma 3 : Exemple de calcul du coupon couru



Questions de la salle :

Michel Karlin

Nous avons discuté des OPCVM dans la préparation de la table ronde. Les OPCVM sont des instruments financiers, donc ils sont concernés au même titre que les autres instruments. Nous regardons uniquement les fonds admis aux opérations du dépositaire central. Dans le cas de fonds traités sur un marché réglementé comme les ETFs, le souci des sociétés de gestion est parfaitement justifié. En revanche, ce qui n'est pas traité sur un marché réglementé n'est pas tenu par le J+3, si nous suivons le règlement général. En effet, nous sommes hors du marché réglementé et il peut y avoir des délais de règlement-livraison spécifiques.

Les sociétés de gestion peuvent calmer leurs inquiétudes là-dessus.

Marie-Thérèse Aycard

Il me semble que cela concerne davantage la synchronisation actif/passif que la réglementation, mais ce sujet sera repris dans la table ronde.

Participant

Nous comprenons que nos activités de Securities Services seront impactées. Mais le nœud du sujet est la problématique de la confirmation en amont et de l'instruction de règlement-livraison. C'est un point qu'il faut souvent reprendre en aval car il n'a pas été géré au niveau de la confirmation. Qu'est-il prévu aujourd'hui sur ce sujet-là ? C'est un sujet qui a été évoqué depuis des années sans avancées. Pensez-vous réellement que ce problème va être réglé en 18 mois alors qu'il ne l'a pas été depuis des années ?



Michel Karlin

Il me semble que ces problématiques de confirmation sont regardées au niveau des organisations professionnelles. Il me semble que l'ICMA travaille là-dessus. Tout à l'heure, nous disions "il faudrait peut-être que ce soit une réglementation qui impose la confirmation". Je pense qu'aujourd'hui il n'y a pas de réglementation car le régulateur a estimé que c'était un problème des professionnels, et donc des associations professionnelles. Ce qui était le cas lorsque nous avions ce code de conduite des trésoriers de banques et des trésoriers d'entreprises. Il me semble que l'idéal, pour répondre à votre préoccupation, serait qu'au niveau international, avec l'ICMA par exemple, il y ait un travail sur le sujet aboutissant à des codes de conduite.

Marie-Thérèse Aycard

Nelly Cotelle de l'ICMA se propose de faire un commentaire.

Nelly Cotelle

Je me permets de nuancer votre propos. En effet, les travaux avancent un peu avec l'émission de recommandations — et notamment une recommandation en décembre 2010 — qui invite les participants à l'ICMA — donc forcément ce sont les participants à l'ICMA et non l'ensemble des pays de la zone euro — à

émettre des confirmations et à matcher les opérations le plus rapidement possible, et en tout état de cause, à J+0 ou J+1. Nous nous adressons également à la communauté européenne et à la direction générale des marchés, en faisant part de nos travaux et en essayant de faire avancer les choses dans ce sens.

Il est vrai que la réglementation — et la législation surtout — ne nous aide pas, dans la mesure où seul le fax est encore reconnu comme mode de preuve devant les tribunaux et non les modes électroniques de confirmation ou de matching. C'est davantage à ce niveau-là effectivement qu'il faudrait faire avancer les choses.

Marcel Roncin

Merci. Je voudrais livrer une dernière idée. J'ai conduit en son temps le chantier "transfert de propriété des titres". Nous nous sommes rendus compte que nous vivions dans un monde techniquement imparfait. En effet, nous avons découvert au fur et à mesure de l'avancement des travaux qu'il existait un certain nombre de situations dans l'environnement, qui auraient mérité d'être revues, mais alors, nous n'aurions jamais pu achever notre chantier. Tout ce qui pourra être amélioré le sera le moment venu, mais malheureusement il ne faut pas se caler sur des optimisations qui ne vont pas magiquement arriver au moment où nous le désirerons.



TABLE RONDE Enjeux potentiels de la réforme sur l'industrie financière

Animée par **Éric Dérobert**, Directeur des Affaires Publiques, CACEIS, vice-Président de l'AFTI



Éric Dérobert

Nous avons la chance d'avoir parmi nos invités un témoin de chaque métier intervenant dans la chaîne de valeur d'une opération autour de notre table ronde. Nous aurons ainsi, je n'en doute pas, l'occasion d'apporter les points de vue des « praticiens » et de commenter les excellentes présentations précédentes qui ont décrit les grandes lignes vers le futur paysage du règlement-livraison à J+2.

Interviendront donc au cours de cette séquence :

Philippe Barrau, Chargé des relations avec les Entreprises Financières, Axa Investment Managers,

Pierre-Dominique Renard, Director, Customer, market & Infrastructure LCH.Clearnet SA,

Philippe Bellande, Adjoint au Directeur du Département Central des Opérations, Société Générale Securities Services - Animateur du Groupe Conservation de l'AFTI,

Jean-Philippe Grima, Responsable des relations de Place, Crédit Mutuel-CIC,

Patrick Crésus, Directeur des opérations, Exane,

Sébastien Seailles, Responsable Product Management ESES, Euroclear France.

Je souhaiterais que nous exprimions, chacun d'entre nous, notre perception de l'importance des enjeux en répondant à cette première (série) de questions :

Comment apprécions-nous cette évolution annoncée vers T2S?

Confirmez-vous les appréciations qui ont été présentées de façon globale par l'étude d'Ailancy?

Comment qualifieriez-vous ce dossier en termes de complexité importante? moyenne? ou faible?

Quel est le principal point d'attention de ce dossier qui concerne votre métier?



Philippe Barrau

Je commencerai tout d'abord par quelques commentaires sur les précédentes présentations.

Au sujet des statistiques fournies sur la partie des opérations déjà éligibles à J+2, il existe en effet une distinction entre :

- Le monde obligataire dans lequel, souvent pour des raisons opérationnelles, le temps de settlement est beaucoup plus court
- Le monde actions dans lequel le J+3 est largement majoritaire. En effet, sur 73 marchés, 53 sont à J+3 et seulement quelques-uns, dont l'Allemagne pour l'Europe et 15 autres plus éloignés (marchés exotiques ou asiatiques) sont à J+2.

Ma deuxième réflexion porte sur le fait que les sociétés de gestion aujourd'hui considèrent ce projet plus comme une réflexion que comme une évolution.

Deux effets sont à attendre :

1. Au titre de la gestion de leurs activités nous allons avoir effectivement à gérer des timings différents, avec un achat à J+2 et un règlement-livraison à J+3, et vice versa.

Concernant l'OPCVM – stricto sensu –, celui-ci doit être dans le même timing que le marché sur lequel il investit. En effet, comment recevoir des souscriptions/rachats à 3 jours et être obligé d'investir à 2 jours ? Cela implique un risque de trésorerie ou de marché.

2. Concernant le calcul quotidien de la valeur liquidative des OPCVM que nous vendons : ce calcul est déterminé à partir des données obtenues à la clôture des marchés. Il est nécessaire qu'elles soient fournies rapidement et avec des valorisateurs agissant avec diligence. La VL devra être donnée au centralisateur dans le nouveau délai de règlement-livraison. Le

raccourcissement de cette chaîne industrielle risque alors de poser quelques difficultés.



Pierre-Dominique Renard

Nous qualifions ce projet de taille moyenne, principalement en raison de la nécessité d'organiser et de piloter des tests de bout en bout concernant la bascule et ceci en impliquant beaucoup d'infrastructures et l'ensemble des acteurs du marché. Il conviendra donc tout particulièrement de prêter une très forte attention à la coordination et au pilotage.



Philippe Bellande

Je noterai deux éléments d'appréciation suivis d'un point d'attention.

Pour les éléments d'appréciation :

1. La complexité : pour les TCC, la complexité est moyenne.

En effet, nous gérons déjà du J+2 avec l'Allemagne et sur un certain nombre d'autres marchés en Asie. Ce n'est pas donc pas une révolution mais une évolution. Il y aura cependant beaucoup d'évolutions à opérer dans nos outils informatiques et nos process opérationnels, dont aucun n'est rédhibitoire. La difficulté est liée au nombre, et pourrait se retrouver accrue par les problématiques de calendrier.

Compte tenu de la concomitance de différents projets et du calendrier retenu, il pourra donc être plus ou moins difficile pour les TCC de mener ce passage à J+2.

2. Nous allons vers des marchés unifiés européens, en particulier avec T2S.

Il est non seulement dans l'esprit du régulateur, mais aussi dans celui de tous les participants, d'avoir le risque le plus faible sur les contreparties. Il s'agit d'une évolution constante du marché des titres. Cela implique de plus en plus d'automatisation et des taux de STP toujours meilleurs. Pour certains métiers, la difficulté est plus grande que pour d'autres.

Concernant le point d'attention, le projet sera rendu complexe si le niveau de gouvernance n'est pas adapté. Un certain nombre d'acteurs de la chaîne des titres interviennent, avec des problématiques et des niveaux de maturités qui peuvent être différents. La plupart des marchés européens seront impactés, et pas seulement le marché français, dans quelques mois voire quelques années. L'enjeu est de mettre en place une véritable gouvernance.



Jean-Philippe Grima

D'un point de vue technique, je qualifierais le projet de « moyennement lourd » avec relativement peu de développements à faire, même s'il y a énormément de points et de paramétrages à faire évoluer.

D'un point de vue opérationnel, pour une banque plutôt retail comme la nôtre, les ordres routés de clients retail ne nous posent pas de problème, car ils sont STP et nous maîtrisons l'ensemble du process. Le point d'attention sera du côté des ordres directs. Nous reviendrons sur ce point, il faudra gagner du temps en travaillant sur les process de confirmation, de l'appariement voire du routage de l'ordre.



Patrick Crésus

Côté brokers, le projet a une difficulté que nous considérons comme relativement faible. En effet, l'Allemagne traite déjà en J+2 et la France, et certaines valeurs européennes, à J+3. Pour remarque, beaucoup de clients français nous demandent de procéder à du J+3 sur l'Allemagne. Nous allons développer la partie « confirmation », la gestion STP des confirmations électroniques, qui est pour nous un risque relativement faible. Comme le broker est entre le client et la chambre de compensation, le risque de suspens est important et doit être également géré car il entraîne beaucoup d'impacts sur la trésorerie des brokers.



Sébastien Seailles

Du point de vue d'Euroclear, le projet a peu, voire pas d'impact d'un point de vue système. Le seul point d'attention que nous avions était sur le segment BRN où – dans l'esprit de l'article en vigueur – nous pourrions nous attendre à une réduction sur le délai de la présentation du BRN. Or, nous voyons que ça ne sera pas forcément le cas. En termes d'accompagnement, les CSD auront cependant un rôle « éminent » – pour reprendre les termes qui ont été utilisés – nous l'avons anticipé et dans le cadre de ce projet nous participerons à la mobilisation générale sur le périmètre ESES.



Éric Dérobert

Nous avons noté que vous vous rejoignez sur l'indispensable coordination autour de ce projet d'évolution. L'étape cruciale de la confirmation a également été justement évoquée dans la mesure où il semble évident que le raccourcissement du cycle relèvera le niveau d'exigence sur les phases initiales.

Quelles sont, selon vous, la ou les contraintes les plus fortes, dont la résolution collective permettrait à ce projet d'être mis en œuvre de la façon la plus satisfaisante ?



Patrick Crésus

Avant d'évoquer les confirmations électroniques – point important pour les brokers – il est important que l'ensemble des marchés européens passent en big-bang, c'est-à-dire, en même temps. En effet, nous traitons des Program Trading ou des ETF. Il serait dommageable qu'aujourd'hui, une partie des ETF sur des actions anglaises restent en J+3 versus les autres actions européennes qui restent ou passent en J+2.

1. La première difficulté concerne le Program Trading.

En Allemagne, il est géré en J+2 versus l'ensemble de l'Eurostoxx en J+3. Cette règle doit être harmonisée. Autrement, les clients demanderaient une harmonisation non pas en J+2 mais en J+3. Un point qui restera insoluble sera la gestion des ADR. Lors d'un arbitrage entre un American Depositary Receipt et une action européenne, les actions ADR américaines ne passeront pas en J+2. Il existera donc toujours un problème d'arbitrage entre J+3 et J+2.

2. Le deuxième point concerne la fusion entre Euronext et Deutsche Börse.

Cela va accélérer le projet, au-delà du projet T2S. En effet, il me semble difficilement envisageable pour les chambres de compensation de rester en J+2 sur l'Allemagne avec l'ensemble du marché Euronext en J+3.

3. Le troisième point est lié aux actions.

Concernant le processus de règlement-livraison, des exercices d'assignation sur les options devront également passer en J+2.

Nous souhaitons minimiser nos risques côté broker avec une harmonisation européenne sur les règles de buy-in, donc de rachat et de pénalités. Cela éviterait une augmentation sensible des suspens, pour éviter que le broker soit pénalisé entre la chambre de compensation et le règlement-livraison du client. Le sujet est très complexe, notamment sur la partie ETF, entre la partie Euronext Paris et les ETF, qui pour certains ont été déplacés à Londres. En effet, il n'y a pas de règles de buy-in sur Londres.

4. Le point principal concerne le passage en confirmation électronique.

Pour tout broker aujourd'hui, les confirmations sont électroniques. Elles peuvent passer par le réseau privé OMGEO ou SBI, et dans certains cas, avec nos clients allemands, sous format de SWIFT.

Aujourd'hui, chez Exane, le taux de confirmation électronique est uniquement de 40 %. 60 % des confirmations sont envoyées aux clients institutionnels par fax ou par e-mail. Je considère pour ma part, que l'e-mail n'est pas une confirmation électronique car la société de gestion devra opérer un rapprochement manuel. La confirmation électronique valide les principales caractéristiques de la transaction. La confirmation des exécutions en bloc est envoyée par le broker au client, quasiment dans les 2-3 minutes qui suivent l'exécution. Elle permet en fait au client de valider les caractéristiques de l'opération en bloc, c'est-à-dire, le prix, le titre. Le client renvoie instantanément les allocations sur les différents fonds dans les 3-4 minutes. À partir de l'ensemble de ces confirmations, le broker vérifie si la somme de toutes les confirmations est bien égale au bloc et renvoie à son client l'ensemble des confirmations validées.

Ce process, qui peut paraître long, dure entre 5 et 20 minutes. Cela signifie que sur les 40 % d'opérations, le broker n'a plus de risques opérationnels au bout de 20 minutes. En effet, il s'est mis d'accord avec son client tant sur le bloc que sur les confirmations par client.

5. Il reste ensuite une partie sur « la gestion de l'IRL ».

Il faut valider les instructions de règlement-livraison. La plupart du temps, elles sont connues du broker. Nous avons quelques difficultés sur les IRL, principalement sur les obligations convertibles, parce que beaucoup de clients ont deux comptes : un compte en Euroclear France et un compte en Euroclear Bank. Les brokers doivent alors revalider entre le moment où l'envoi de la confirmation a été fait et la réception, dans le cas où le client veut être en Euroclear France ou en Euroclear Bank. Il est important de noter que ce n'est pas le cas du cash equities. Au bout de 20 minutes, le broker et le client peuvent envoyer leur instruction de règlement à leur dépositaire.

6. Il reste un point à revoir du côté du dépositaire.

Une fois que le broker envoie ses instructions de règlement-livraison, certains dépositaires - même si l'opération a été complètement validée en confirmation électronique - vont attendre que le client ait, soit la provision titre, soit la provision espèces. Ainsi, dans le cas d'un client américain où tout a été validé dans les 20 minutes, l'instruction de règlement-livraison ne sera reçue dans le cycle de dénouement qu'en matin J+3.

Concernant la confirmation manuelle, je considère que le broker est en risque opérationnel fort. En effet, avec la volatilité du marché aujourd'hui, nous ne recevons pas de réponses après l'envoi d'un fax ou d'un e-mail. Le client ne va nous répondre qu'en cas de désaccord en J+1 au mieux et enverra ses instructions de règlement-livraison. Nous serons complètement d'accord uniquement si les deux instructions de règlement-livraison sont matchées en J+1. Dans nos statistiques sur le marché Euronext, nous avons environ 25 % des capitaux traités sur

le cours de clôture, sur la partie OPCVM. C'est un point extrêmement important parce que le broker dans ce cas de figure ne peut envoyer les confirmations écrites que vers 17h35. Tout le cycle qui suit - notamment si on est en fax - n'est quasiment pas traité par la société de gestion dans la soirée et sera validé en J+1. Cela renforce encore le fait qu'il faut absolument passer en système de confirmation électronique complété par une base de données des gestions d'IRL. Il existe un projet dans un système nommé CTM, privé, d'un grand organisme, qui fait ses confirmations et sur lequel se trouve la validation de la confirmation électronique avec la base des règles de règlement-livraison. Nos collègues anglais, dans les groupes de travail, mettent en avant ce système de confirmation électronique.



Éric Dérobert

Ces messages clairs expriment un niveau d'exigence élevé des acteurs :

- d'une part en privilégiant l'option du « big-bang », au niveau européen,
- d'autre part, en insistant sur la problématique de la confirmation :

Sur le premier point, les débats futurs sur le prochain texte de réglementation sur les CSD nous indiqueront très prochainement si vous avez été entendus.

Sur le second point, il me semble, après avoir écouté les présentations précédentes que toute évolution dépendra, du moins dans un avenir prévisible, d'éventuelles initiatives émanant du marché lui-même.

Jean-Philippe Grima, quel est selon vous, le point de blocage majeur, ou, au contraire, le point qui serait le plus facilitateur du projet ?



Jean-Philippe Grima

L'enjeu de J+2 est de gagner un jour sans

accroître de façon démesurée le nombre de suspens. Ce n'est pas forcément automatiquement gagné car nous constatons plus de suspens en Allemagne qu'en France. Nous pouvons nous demander s'il est possible de gagner du temps ? Je ne vais pas différencier beaucoup de choses qui ont été dites jusqu'à maintenant. La première phase, depuis le passage de l'ordre jusqu'à la confirmation et à l'appariement devra être en J.

Ce qui nous intéresse concerne le petit pourcentage qui aujourd'hui n'est pas confirmé et apparié à J aujourd'hui et sur lequel il faut qu'on réduise ce taux. Nous remarquons que la principale cause de dépassement vient de tous les ordres qui sortent du STP et où il y a des passages manuels.

Pour la transmission de l'ordre, même si tous les ordres ne peuvent pas être envoyés par routage, nous pouvons augmenter le taux de routage. Ce n'est pas parce que nous envoyons un ordre routé qu'il va automatiquement sur le marché sans être travaillé. Ce n'est pas parce qu'un ordre est envoyé par téléphone qu'il sera automatiquement travaillé sans être envoyé automatiquement au marché.

Après la négociation, l'outil SBI en France est actuellement utilisé mais ne sera pas réutilisé dans T2S. Malgré ce que nous pouvions penser, les autres pays qui n'ont pas cet outil n'ont pas trouvé autre chose pour le remplacer. Il existe des problèmes aujourd'hui pour passer des ordres à des brokers. Dans ce cas-là, si nous devons choisir, cela serait ceux qui répondent à nos contraintes et qui vont nous renvoyer du SWIFT. Dans le cas d'un institutionnel qui passe un ordre direct, un certain nombre de brokers ne vont pas nous répondre d'une manière STP.

Concernant les confirmations, les outils OMGEO et Tracks répondent à une partie du problème mais cela ne peut être appliqué à tous les cas de figure. Nous sommes une banque retail et nous ne pouvons pas imaginer faire de l'OMGEO ou du Tracks dans tous les cas de figure. Cela doit aussi passer par SWIFT. La problématique, si nous passons à T2S, concerne le timing. Les pays qui intégreront T2S devraient être à J+2, qu'ils l'aient fait avant par big-bang, par pays

ou par le CSD émetteur. Dans la mesure où le projet technique est considéré comme de taille moyenne, la vraie problématique est d'arriver à augmenter ce taux de STP, à diminuer ce qui est manuel, ce qui n'est pas forcément évident. La difficulté vient du fait que la décision n'est pas prise par soi-même. En effet, on peut se retrouver dans le cas où nous n'avons pas choisi le broker que l'institutionnel a choisi, ou que l'institutionnel ne dispose pas d'OMGEO ou du Tracks, ce qui peut prendre du temps. Il faut donc espérer que, d'une manière ou d'une autre, nous trouverons une dynamique de Place pour améliorer cela.



Éric Dérobert

Pierre-Dominique Renard, vous évoluez dans ce contexte STP qui vient d'être rappelé comme une exigence croissante. Quel message souhaitez-vous exprimer au titre des contraintes liées à ce projet ?



Pierre-Dominique Renard

Nous avons le même genre de problématique que Sébastien. En effet, cela concerne principalement du paramétrage. Il s'agit de s'assurer qu'il y aura un scénario de bascule qui tienne réellement la route avec plusieurs tests effectués au préalable. Il y a beaucoup de choses à tester de façon à s'assurer que la bascule se passera bien. Je ne reviens pas sur la coordination car cela sera dans les travaux d'accompagnement que l'on devra mettre en place.

J'ai quelques réserves concernant ce qui a été évoqué sur la notion d'Issuer CSD. En effet, c'est peut-être la moins mauvaise solution si le big-bang n'est pas imposé, ce qui est vraisemblable mais ce scénario n'est pas optimal. La notion d'Issuer CSD va avoir des effets de bord importants, notamment sur ce qui est traité sous forme

de basket, les ETF, ainsi que les valeurs multi-listées. En effet, pour ces dernières, le carnet d'ordres d'un marché donné ne sera pas homogène dans le règlement-livraison.

Le dernier point d'attention porte sur les taux de confirmation et l'enregistrement des taux de suspens, après la bascule, en période de croisière. Nous n'avons pas envisagé de revoir nos procédures de rachat ni de les adapter en conséquence. Un constat post-launch devra être effectué pour voir s'il y a matière ou non à faire certains ajustements.

Une harmonisation à l'échelle européenne serait bien évidemment souhaitable sur ce point très sensible des procédures de rachat ; c'est malheureusement un vœu pieux – trop d'intérêts nationaux sont en jeu – et cela ne pourra être résolu que par des règles en provenance de l'ESMA ou des instances de régulation européennes.



Éric Dérobert

Le calendrier T2S a été mentionné. Il s'agit effectivement d'un élément à prendre en considération. À cet égard, il semble désormais, suite aux informations récemment confirmées par la BCE, que les premières migrations de CSD, qui ne concerneront probablement pas le périmètre ESES, auront lieu en 2015. Les CSD d'Euroclear, qui participeront à une phase de migration ultérieure, rejoindront donc probablement la plateforme T2S, vers la fin 2015, au plus tôt, ou en 2016. Philippe Barrau, quelle est votre vision des contraintes sur la réalisation et le bon déroulement d'une opération dans le futur contexte de J+2 ?



Philippe Barrau

Le mot-clé est « synchronisation ». Nous ne pouvons pas désynchroniser les actes de gestion (souscriptions/rachats initiés par nos clients)

et la manière dont nous allons intervenir sur les marchés. Il y a là une vraie problématique. Par exemple, si je vends une valeur à J+3 et que j'en achète une à J+2, j'ai deux solutions :

- soit je me retrouve en défaut de cash pour payer mon achat à J+2, alors je dois emprunter,
- soit je décide de retarder mon achat de 1 jour alors je prends un risque de marché.

Dans le cas contraire (vente J+2 et achat J+3), je vais être « long » en cash d'une journée. Je devrai alors trouver un moyen pour rémunérer cette position. Si je retarde ma vente d'un jour, je prends également un risque de marché puisque je vais décorréliser mes deux actes. En effet, je vais acheter 24 heures plus tard et avec un marché qui aura pu décaler.

La synchronisation est pour moi le maître mot. Si le passage ne se produit pas en « big bang », cela risque d'être très compliqué à appliquer pour les sociétés de gestion.

Concernant la partie opérationnelle, les grandes maisons de gestion sont en STP, elles possèdent déjà un certain nombre d'outils et sont présentes sur les plates-formes. Nous avons donc peu de soucis opérationnels pour instruire, recevoir les confirmations, même si cela dépend aussi des brokers. En revanche, les sociétés de gestion de taille petite ou moyenne qui sont représentées dans notre association, n'ont pas les moyens – parce que les coûts d'entrée sont assez élevés, – de s'offrir une messagerie SWIFT ou l'adhésion aux plates-formes techniques. Leur seul outil est très souvent le fax.



Éric Dérobert

Nous pouvons imaginer que des tiers peuvent assurer le service. La décorrélation dont vous parlez existe déjà en partie.



Philippe Barrau

Nous demandons très fréquemment au marché allemand de faire du J+3., bien que ce marché soit à J+2. Nous demandons cette exception à nos contreparties pour nous trouver dans la même situation que le reste du marché européen à J+3. Ce que nous essayons en permanence est de ne pas avoir de décalage de trésorerie ou de risques de marché dans les opérations que nous initions.

Une société de gestion a un mandat fiduciaire qui est de ne pas prendre de risques non maîtrisés pour son client, mais de procéder à des arbitrages de son portefeuille.

Pour revenir sur la valeur liquidative des OPC, j'aimerais qu'on ait conscience que le J+2 va nous amener à revoir de façon extrêmement précise toute la chaîne :

- À la clôture du marché, la réception des données qui vont permettre la valorisation
- La réconciliation des positions
- Le calcul de la valorisation et son contrôle
- La validation de cette VL par le gérant
- la mise à disposition de cette VL vers le teneur de compte centralisateur pour qu'il puisse valoriser et annoncer les flux de souscription/rachat.

Majoritairement les cours sont reçus soit dans la nuit soit le lendemain, et sont traités dans la journée (J+1). La valeur liquidative est déterminée vers 17h de J+1, puis il y a la transmission vers le centralisateur pour le dénouement à J+3. Réduire le délai à J+2 signifie que la VL devra être distribuée à J+1 à 12h et va nous obliger à revoir intégralement tous les contrats avec nos prestataires et probablement à allonger les périodes de travail des collaborateurs et surtout le timing de l'alimentation des bases de données. En effet, ces dernières devront être extrêmement pointues pour répondre dans des délais aussi courts à une somme de flux et calculs qui va s'accroître.

De plus des efforts mutuels seront nécessaires pour que les zones de confort aujourd'hui conservées par tous les acteurs de la chaîne soient partagées.



Sébastien Seailles

Un commentaire sur les propos de Philippe et notamment sur le timing serré entre la connaissance de la valeur liquidative et le règlement-livraison. Je m'appuie sur des demandes concrètes qui reviennent régulièrement au niveau d'Euroclear France et qui font référence à la journée comptable. Avant ESES, les opérations de règlement-livraison contre paiement pouvaient être traitées dans une journée comptable jusqu'à 17h. Avec ESES, nous sommes passés à 16h. Certaines valeurs liquidatives sont connues et diffusées en début d'après-midi ce qui laisse une fenêtre très étroite pour opérer le règlement-livraison avant 16h.

Dans le cadre de T2S, nous nous orientons également vers un horaire limite à 16h pour les transactions contre paiement. Ne devrions-nous pas reconsidérer le déroulement de la journée comptable pour bénéficier d'un délai supplémentaire en fin de journée, 16h30 par exemple, ou revenir sur 17h00 ? Ceci permettrait une flexibilité supplémentaire en fin de journée. Les systèmes fonctionnant en temps réel, il y a peut-être techniquement la possibilité de revoir ces horaires de fin de journée. Nous ne pouvons pas néanmoins raisonner simplement au niveau des systèmes de règlement-livraison compte tenu des interfaçages avec les systèmes cash. Il faudra peut-être regarder ce qui permettrait de gagner du temps en fin de journée pour avoir une meilleure « settlement efficiency ». Il s'agit d'un point de réflexion dans la préparation de la migration qui n'a pas été soulevé dans les présentations précédentes, et non d'une vision Euroclear.



Éric Dérobert

Le rapport d'Ailancy met en lumière une problématique d'organisation. Je souhaiterais que nous puissions ensemble développer ce thème.

Philippe Bellande, prévoyez-vous une transformation de nos tâches ? Considérez-vous que le cycle actuel de J+3 recèle des « zones de confort » exploitables dans l'avenir ?



Philippe Bellande

Concernant les cut-off et la zone de confort, tout d'abord, il peut y avoir des pratiques différentes entre les établissements et au sein d'un même établissement en fonction des clients. Ce qui est appelé zone de confort peut être parfois appelé zone de sécurité, et pas uniquement pour les TCC. Il suffit par la suite de trouver le bon benchmark entre ce qui est du confort - et qui pénalise un peu tous les clients - et ce qui est de la sécurité - et qui bénéficie à tout le monde, aux TCC mais aussi aux clients -.

Il me semble que la zone de confort se réduit d'autant plus que le TCC a confiance en la capacité de ses clients à être efficaces. Travailler en cross-border aujourd'hui est un peu compliqué et pas complètement STP. Je pense que des initiatives comme celle-là - qui sont non seulement des initiatives françaises mais bien plus des initiatives européennes - devraient constituer l'occasion de réduire ces marges de confort. Cela ne s'effectuera sans doute pas du jour au lendemain car il va y avoir au démarrage une tension supplémentaire sur les cut-off et chacun sera extrêmement soucieux de travailler d'une façon sécurisée. Cependant, au fur et à mesure que ce cap sera passé, avec des taux de STP améliorés, une meilleure interopérabilité entre les différents systèmes, les plates-formes, nous aurons une réduction des marges sur les cut-off, jusque-là parfois jugées un peu exagérées ou surprotectrices.

Concernant les nouvelles organisations, je ne suis pas persuadé qu'il y en aura. Le passage de J+3 à J+2 va simplement raccourcir le temps que nous mettons à faire les choses, sans changer ce que nous faisons.

En revanche, en termes organisationnels, cela nécessitera, du moins dans un premier temps, un renforcement du suivi des IRL.

Aujourd'hui, des équipes d'« account managers » s'occupent déjà du suivi des IRL, du pré-appariement, de l'appariement, du suivi des différentes relances auprès de leurs confrères de la Place. Cela devra être effectué de manière plus rapide qu'aujourd'hui compte tenu des délais plus courts qui vont s'imposer à nous.

La messagerie SWIFT est particulièrement bien adaptée pour répondre à ce type de problématique. Actuellement, un certain nombre de statuts Swift, de type MT548, sont échangés avec nos clients. Cette pratique n'est pas complètement généralisée, mais il est possible que ce suivi des statuts prenne encore une valeur supplémentaire.

Dans un premier temps, il me semble donc que nous serons contraints de renforcer notre organisation, sans forcément la changer. Pour des raisons symétriques du côté des OST, il me semble que nous devons également renforcer notre vigilance dans la gestion des opérations.

Nous évoquions également les contraintes liées à la gestion de la liquidité. Nous produisons déjà pour un certain nombre de clients et pour nos propres besoins, des reportings de gestion prévisionnelle de trésorerie. Demain, ils deviendront encore plus importants. Je pense que là aussi nous serons contraints de renforcer tout ce qui se rapporte à la gestion des liquidités, des prévisionnels de gestion de trésorerie, des opérations de prêt-emprunt pour le short coverage. Il y aura une période d'adaptation mais nous pouvons être confiants dans la capacité de la Place à s'y adapter. Cela impliquera parfois des développements informatiques significatifs pour certains établissements.

Sur le plan tarifaire, nous devons encore mieux différencier les IRL STP de celles qui ne s'intègrent pas automatiquement dans nos outils. Cela sera d'autant plus important lors du passage à J+2 que les commissions vont vraisemblablement baisser, notamment à l'horizon de T2S: Les intermédiaires auront alors d'autant moins de faculté à absorber des charges supplémentaires que leurs revenus auront tendance à s'éroder sur le règlement-livraison, même si par ailleurs nous pouvons espérer une augmentation des volumes.

Nous devons également nous adapter à un nouveau rythme de travail. Je ne sais pas si ce sera plus tôt le matin ou plus tard le soir, sans doute un peu des deux, ne serait-ce que pour mieux répondre aux besoins de la clientèle non-résidente - asiatique notamment. Cela induira peut-être également des changements opérationnels de type outsourcing, pour certains établissements.

Pour résumer, je ne suis pas sûr qu'il y aura des changements organisationnels lourds dans le sens où il s'agit plus d'une évolution que d'une révolution pour les TCC. Cela impliquera sans doute une période de démarrage un peu compliquée. Il faudra mettre des moyens supplémentaires pour être sûr que cela soit correctement « monitoré », afin d'éviter des taux de suspens sur la Place qui deviendraient problématiques en termes de trésorerie et de risques.



Patrick Crésus

Patrick Crésus, vous nous avez très clairement exposé il y a quelques minutes les conditions de succès que vous souhaiteriez voir accompagner ce projet. Anticipez-vous une nouvelle organisation dans votre entreprise ou pour votre métier?



Patrick Crésus

Non, j'irai dans le sens de la Société Générale. Effectivement, pour nous brokers il ne s'agit pas d'une révolution. Si je décompose l'ensemble des tâches, au niveau de l'exécution marché, le passage en J+2 a priori, n'aura pas d'impact, mis à part sur les ETF évoqués précédemment. L'envoi de la confirmation, qu'elle soit fax ou électronique et l'enregistrement dans nos livres au niveau du broker, correspond uniquement à une modification des paramètres, donc sans difficulté directe. Il n'y a aucune incidence sur l'envoi de l'instruction de règlement-livraison, puisqu'elle part directement de nos systèmes, à la condition d'avoir l'IRL du client, de la société de gestion ou du custodian dans nos bases. Il y aura un effort à compléter dans certains cas, notamment sur les convertibles.

Le broker suit l'envoi des confirmations qui est automatique. Il suit l'évolution du statut de règlement-livraison par les messages SWIFT de la part des dépositaires. Il peut donc suivre en temps réel le matching des instructions et le bon dénouement des opérations.

Le travail du middle officer ne va pas changer réellement sinon sur la pression qu'il va subir. En effet, notre objectif est d'avoir un taux de



Règlement-livraison : de J+3 à J+2. Quels impacts ?

dénouement théorique proche des 100 %. À titre d'exemple voici les taux de settlement actuels chez Exane :

- Sur les actions françaises : 97,1 % en settlement date et 99,4 % en settlement +1
- Sur l'Allemagne, nous sommes un peu moins bons. Nous ne sommes pas brokers allemands, même si nous détenons une part assez significative de ce marché. Nous sommes à 95,5 % en settlement date c'est-à-dire, en J+1. En settlement date+1, donc en J+2, via l'effet des clients français qui nous demandent le règlement-livraison, nous passons à 98,9 %.

La pression sera donc sur le middle officer pour avoir 100 % de dénouement. En effet, sans ce taux de 100 %, les chambres de compensation ne feront pas crédit. Nous nous retrouverons donc en short position vis-à-vis des chambres de compensation. Pour couvrir cette short position, nous devons faire appel à des programmes de full coverage des déposataires, voire des emprunts de titres directement sur l'OTC. Il y a sans doute un métier à développer et compléter l'offre de full coverage sur les différents pays. Le middle officer qui subira la pression, va alors la répercuter sur le client. Aujourd'hui, le middle officer suit en temps réel le statut et il appelle s'il sent que l'opération n'est pas matchée en settlement date -1. Demain, il appellera le client quasiment en trade date +1, et le poussera pour savoir si l'opération va se dénouer, s'il y a un problème d'IRL ou de stocks. Et en fonction de cela et de la réponse du client et pour couvrir notre position, nous déciderons d'emprunter ou non les titres. Avec une difficulté sur la clientèle américaine où les déposataires français sur les actions françaises pour une clientèle américaine mettent leurs instructions de règlement en settlement date. J'espère que cela changera un peu, car cela signifie que nous sommes dans l'inconnu jusqu'en settlement date, trois ou quatre heures avant le cut-off final d'Euroclear. Il faudrait que nous ayons cette information un peu plus tôt. La pression sur le middle officer, augmentera peut-être la taille de l'équipe, mais n'aura pas d'impacts sur son rôle et son travail. En revanche, cette pression pourrait faire naître une pression « gentille » vis-à-vis des clients. Pour conclure, c'est un projet où tout le monde

doit être en parfaite harmonie pour éviter ces suspens.



Éric Dérobert

En guise de conclusion, je souhaiterais recueillir l'opinion de chacun des participants sur la question suivante :

Ce projet représente-t-il un risque, une opportunité, ou est-il totalement neutre, pour votre métier ?



Sébastien Seailles

Comme nous l'avons dit, ce n'est pas un projet révolutionnaire mais une évolution. De notre point de vue, d'autres marchés sont déjà en J+2, donc a fortiori nous devrions pouvoir être capables de migrer sur ce délai de règlement-livraison sans difficultés majeures. Le principal risque serait la migration d'un seul CSD ESES sur les trois. Le marché peut compter sur un support total d'Euroclear, pour qu'il y ait à minima, un big-bang sur la zone ESES, même sans approche big-bang au niveau européen. Ce risque est, de mon point de vue, mineur.

Euroclear a des relations avec les autorités dans chaque marché et nous apporterons le support nécessaire pour que l'on ait une approche big-bang en termes de migration. Bien que le risque soit assez marginal, il ne doit pas être minimisé.

Le deuxième risque concerne le taux de dénouement. Aujourd'hui nous avons en France une market discipline avec un régime de pénalités sur les suspens. Compte tenu de la réduction du délai de règlement-livraison, peut-on vivre avec ce régime actuel ou va-t-on devoir le renforcer ? La Commission européenne parle d'un règlement plutôt que d'une directive pour renforcer le poids de l'application de J+2, mais faudra-t-il revoir les pratiques de marché pour assurer un

niveau de settlement optimal ? Cela fera partie des discussions que nous devrons avoir avec le marché et sera fonction des impacts sur les teneurs de comptes.

Par ailleurs, il y a des opportunités. D'une part, en matière de plate-forme de confirmations de négociations. En effet, il pourrait y avoir de nouvelles opportunités pour des plates-formes comme SBI par rapport aux nouveaux besoins qui ont été évoqués, mais cela reste à confirmer, et demandera potentiellement des évolutions. Il est possible que SBI par exemple soit sous-utilisé aujourd'hui parce qu'il ne répond pas parfaitement aux besoins et il faudra peut-être faire évoluer ce système pour qu'il soit plus utilisé. Il y aura également des opportunités en matière de gestion de liquidités. Des initiatives de Place sont en cours pour mettre en place des services de collateral management, et il faudra voir s'il n'y a pas des services additionnels qui permettront d'assurer un taux de dénouement aussi élevé qu'aujourd'hui.

En résumé, peu de risques, avec des opportunités qui pourraient être offertes bien que le projet ne soit pas révolutionnaire.



Pierre-Dominique Renard

Concernant les risques/opportunités, je me place sur le plan d'un business case. Comme tout projet, nous essayons de voir s'il y a un pay-back. Ce projet comporte des coûts et le pay-back sera difficile à obtenir. En ce sens, c'est plutôt un point négatif.

Y a-t-il des risques en matière de business pour nous ? La baisse des dépôts de garantie associée au raccourcissement de la durée de règlement-livraison sera marginale. Effectivement, avec un passage de J+3 à J+2, nous avons calculé une baisse de 20 % des dépôts de garantie sur le business equities, ce qui est absolument marginal comparé aux dérivés réglementés, aux dérivés OTC ou aux repo – qui sont beaucoup plus contributeurs en matière de dépôts de garantie.

En matière d'opportunités, nous fournissons des services de compensation pour une plate-forme de prêt-emprunt de titres equities qui pourrait avoir une activité un peu renforcée – même si ce n'est pas le cœur de son activité – par les besoins de couvertures associés au règlement-livraison.



Philippe Barrau

Je rajouterais un élément sur le coût et l'absence de gain de cette opération. Nous aurons également un coût d'organisation fonctionnelle avec certainement un coût récurrent. Cela signifie que le gestionnaire d'actifs fera supporter à nos clients cette augmentation. Ce coût va surcharger la gestion d'actifs pour l'ensemble des acteurs de cette chaîne. Il serait quand même tout à fait utile d'avoir une analyse très fine des impacts, aussi bien en termes d'organisation qu'en termes de coûts car cela ne sera pas simple de faire passer le message à nos clients.



Philippe Bellande

Vraisemblablement un peu des deux. Mais risques ou opportunités, ce projet comporte d'abord des contraintes, ce qui explique le manque d'enthousiasme de la Place concernant le passage en J+2. Il y aura des risques d'exécution car c'est compliqué et que les projets sont nombreux. Aussi, il faudra rester vigilant sur la capacité de certains établissements à gérer plusieurs projets informatiques en même temps (Target 2 Securities, H2D, HDR...).

Vu de nos établissements, en outre, ce projet – comme d'autres de nature réglementaire – pose un problème de pay-back.

Pour autant, j'aurais tendance à dire que cela pourrait devenir l'opportunité de « forcer » tous les intervenants de la chaîne à améliorer le STP.

Ils le feront pour des raisons économiques, parce que le non STP réduira le taux de dénouement et coûtera de plus en plus cher en matière de commissions, de liquidités, etc. Cela sera aussi, pour un certain nombre d'intervenants l'occasion de renforcer leurs offres de services à valeur ajoutée comme les prêt-emprunts, le triparty repo.

L'automatisation devrait également réduire la sensibilité aux volumes de la plupart des intervenants. Cela me semble être une bonne nouvelle car, si T2S va sans doute dans un premier temps induire une baisse des commissions de RL, on peut en attendre une augmentation de 20 à 30 % des volumes. Le payback ne sera certes, pas immédiat, mais la nouvelle configuration permettra aux TCC d'absorber plus de volumes sans coûts supplémentaires et aux clients d'avoir de meilleurs cut-off, d'être plus STP et donc de payer un certain nombre de prestations moins cher. Il restera aux TCC à se mettre en position de prendre plus de volumes afin de lutter dans des bonnes conditions avec la compétition européenne. Au total, je ne dirais pas que le passage à J+2 est immédiatement une bonne nouvelle, mais on peut quand même essayer de faire que cela n'en soit pas une mauvaise.



Patrick Crésus

Pour un broker, je le vois plus comme une opportunité. D'une part, pour réduire le risque opérationnel, sur le matching des opérations car avec la volatilité du marché il peut y avoir des erreurs, même s'il y en a de moins en moins. Plus vite les opérations sont confirmées et validées des deux côtés, moins il y a de risque opérationnel côté broker.

Deuxièmement, sur la partie payback, je le vois lié au STP à nouveau, c'est-à-dire que plus les opérations sont en STP, moins le traitement est manuel et plus nos process côté middle office pourront être optimisés.

Il y a un risque lié à l'augmentation des suspens. Aujourd'hui, nous ne facturons pas ce risque financier. Nous nous sommes posé la question

il y a trois ou quatre ans sur les confirmations électroniques, mais nous sommes revenus un peu en arrière. Il me semble que la facturation sera liée aux suspens. En effet, ce n'est pas si le client est en fax, mais plutôt s'il nous lève un grand nombre de suspens qui nous amènent à payer des pénalités, des buy-in et un travail supplémentaire côté middle que nous facturerons. Beaucoup de sociétés de gestion fonctionnent avec des fax et, comme l'a évoqué M. Barrau, elles ne pourront pas toutes passer en électronique. OASIS est un projet entre 3 et 6 mois fait par notre société de gestion. Ce n'est pas neutre pour une petite société de gestion, avec un prix unitaire assez élevé pour ce réseau privé.

Il existe également une petite opportunité sur la réduction du collatéral. En effet, avec une réduction de 20 % du collatéral, multiplié par toutes les chambres de compensation, cela entraîne du financement en moins pour la partie brokers, ce qui n'est pas négligeable.

Pour résumer, il s'agit d'opportunités, avec un petit risque d'augmentation des suspens.

Intervention de Pierre Colladon

Pour compléter sur la chronologie de journée, il faut se méfier car nous avons aujourd'hui un « réflexe monde ESES », ce qui pourrait jouer sur une heure. Demain, nous serons dans une chronologie de journée T2S. Nous constatons, dans le groupe de travail consacré à la chronologie de journée, que certes T2S est techniquement capable de pas mal de souplesse, mais dès que l'on met les intervenants – qui sont multidevises, qui mettent en cause des banques centrales nationales de devises différentes plus des plates-formes de règlement-livraison différentes – autour de la table, il est très difficile de bouger de 10 minutes quelque chose. Donc ça ne sera pas l'affaire d'une heure de gain de ce côté-là en tout cas.



Éric Dérobert

Jean-Philippe Grima, L'AFTI a souhaité, dès le

Spécial Conférence n°40

Règlement-livraison : de J+3 à J+2. Quels impacts ?



début dans le processus, engager le débat sur la migration à J+2. Nous avons désormais à la fois les conclusions de l'étude d'Ailancy et la chance de voir réunis, aujourd'hui, environ 150 professionnels de la Place. Que suggérez-vous pour les futures étapes ?

Jean-Philippe Grima

Comment allons-nous continuer maintenant sur ce projet ? Ce qui pose aussi la question de pourquoi avons-nous fait cette étude ?

Avoir une liste des impacts pour guider les établissements dans leur analyse interne n'est pas un besoin primordial pour les établissements qui feront leur propre analyse des impacts en fonction de leur propre outil. Je ne pense pas non plus qu'à ce stade, nous ayons des réponses précises et approfondies sur tous les sujets car il est trop tôt dans l'analyse du sujet pour cela.

En revanche, l'étude AFTI est la première étape qui va nous permettre de lancer la suite. Quelles vont être les étapes suivantes ? Il y aura évidemment à un moment, besoin d'une coordination nationale et d'une coordination européenne. Mais avant cela, un

règlement, ou une directive, devra fixer les modalités du projet : comment cela se fera-t-il ? Dans quelles conditions ? Comment va-t-on monter en charge, en big-bang ou pas ? La manière dont cela se fera ne sera sûrement pas neutre pour nous, et la Place a intérêt à dire dans quelles conditions elle souhaite que le passage à J+2 se fasse.

Cette étude nous a permis d'avoir une liste d'impacts bien fournie, d'autant plus qu'elle s'est déroulée en été et sur un projet dont l'étude n'avait pas encore démarré chez les établissements. La prochaine étape est maintenant d'en sortir les impacts stratégiques pour définir les conditions dans lesquelles nous voulons passer à J+2. Si nous ne sommes pas en big-bang, faudrait-il démarrer par pays ou par CSD émetteur ? Dans les deux cas de figure il y a des avantages et des inconvénients. Il faudra remonter nos besoins, contraintes et souhaits à ceux qui vont rédiger les modalités de mise en œuvre.

Par la suite, il y aura aussi ce qui est de notre ressort et qui ne sera pas défini par une réglementation : arriver à plus de STP, ce qui est moins facile. ■



"Structure" de Charles Sawat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.



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

Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Ailancy
Crédit photos : Éric Thibaud
Réalisation :
Café Noir - Compagnons du Sagittaire

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :
www.afti.asso.fr

ISSN : 1262-2109