

Règlement-Livraison : De J+3 à J+2 Quels impacts ?

En partenariat avec :



Les Conférences de l' **AFTI**

Mardi 18 octobre 2011

Programme :

14 h 30 Introduction

Marcel Roncin, *Président de l'AFTI*

14 h 40 Le règlement-livraison en Europe : De J+3 vers J+2 ?

Marcel Eric Terret, *Administrateur de l'unité Market G2, infrastructures de marché, Commission Européenne*

15 h 15 Point sur la réglementation française relative au délai de règlement livraison des titres financiers

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

15 h 45 Présentation de l'étude d'impact sur la réduction à J+2 du délai de règlement-livraison

Marie-Thérèse Aycard, *Associée, Ailancy*

16 h 30 Pause

16 h 45 Table Ronde : Enjeux potentiels de la réforme sur l'industrie financière

Animée par **Eric Dérobert**, *Directeur des affaires publiques Caceis, Vice Président de l'AFTI*

- **Philippe Bellande**, *Adjoint au Directeur du Département Central des Opérations, Société Générale Securities Services
Animateur du Groupe Conservation de l'AFTI*
- **Patrick Crésus**, *Directeur des opérations, Exane*
- **Jean-Philippe Grima**, *Responsable des relations de Place, Crédit Mutuel – CIC*
- **Pierre-Dominique Renard**, *Director, Customer, market & Infrastructure LCH Clearnet SA*
- **Sébastien Seailles**, *Responsable Product management ESES, Euroclear France*
- **Philippe Barrau**, *Chargé des relations avec les Entreprises Financières, Axa investment managers*

Introduction



Marcel Roncin,

Président

AFTI

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



Marcel Eric Terret,

Administrateur de l'unité Market G2, Infrastructures de marché
Commission Européenne

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

1. Volonté d'évoluer vers T+2
2. Convergence mondiale
3. Avantages et inconvénients du passage à T+2
4. Pourquoi introduire le passage à T+2 dans le futur texte sur les CSD?



1. Volonté d'évoluer vers T+2 : Contexte économique

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

- vente à découvert sur les actions en 2010, sur la dette souveraine en 2011
- ➔ Projet de Règlement Vente à Découvert (déposé en 2010)
- Tout cycle de règlement prolongé n'est il pas une mini vente à découvert ?
- ➔ Tentation du termaillage (« leads and lags ») consistant à jouer entre plusieurs cycles de règlement sur plusieurs CSD réglant un même marché du fait de liens ou de trade feeds.

Evolution de la réflexion sur le risque de contrepartie

- Eté 2011: focalisation des superviseurs sur les défauts de règlement. La SFD sur la finalité des règlements déjà exécutés (CE/98/26) n'a pas d'utilité si on ne s'assure pas que les règlements ont été préalablement exécutés.
- Risque de liquidité et désynchronisation = risque de contrepartie

1. Volonté d'évoluer vers T+2 : Contexte technique

La Généralisation du DVP en temps réel a élevé le niveau d'exigence

- Mais le développement des liens entre CSD a lancé de nouveaux défis
- Idem pour le développement des transaction feeds hors silo entre Marchés et CCPs et entre Marchés et CSD ou entre CCP et Marchés
- D'où le développement de la notion d'interopérabilité (cf. réforme de la SFD en 2009)

Problèmes de décalage transfrontières entre cycles de règlement DVP

- font apparaître des distorsions entre paiement et livraison → Le CSD émetteur est obligé de faire l'avance des espèces (s'il a une licence bancaire) ou d'emprunter auprès d'un agent de règlement.
- font apparaître des distorsions entre la date d'achat de titre et la date de prise de possession du titre → impact pour l'exercice de certains droits liés au titre (droit au dividende, droit de vote).

1. Volonté d'évoluer vers T+2 : Contexte politique

2001 Identification des barrières Giovannini 3 (accès) et 6 (cycle)

- 2004 MIFID 1 qui introduit le droit d'accès aux infrastructures
- 2006 « Code of conduct » qui encourage les liens entre CSD

ECOFIN 2 décembre 2008 Décision d'adopter une législation sur les CSD qui comprend notamment l'abolition de la barrière 3

- **2008 démarrage des travaux T2s: implique l'harmonisation des cycles**
- **2010 les USA resteront à T+3**
- **octobre 2010 Lettre Sarkozy Merkel enjoignant T+2**
- **2010-2011 travaux du HSC group**
- **2011 consultation sur la CSD**
- **2011 travaux de l'ESMA**



2. Convergence mondiale : Tout n'est pas en retard ...

- Australia Equity : T+3 : CHES
- Australia Bonds : T+3 : Austraclear
- Brazil Equity : T+3 : CBLC
- Brazil Corporate Debt : T+1 : CETIP
- Brazil Government Debt : T+0 : SELIC
- France Equities and Bonds : T+3 : Euroclear France
- Germany Equities and Bonds : T+2 : Clearstream Banking Frankfurt
- Hong Kong Equity : T+2 : HKSCC
- Hong Kong Debt : T+2 : CMU
- India Equity and debt : T+2 : NSDL or CDSL
- India Government Debt : T+2 : RBI
- South Korea Equity : T+2 : JASDEC
- South Korea Debt : T+0 : Bank of Japan
- UK Equity and Corporate Debt : T+3 : CREST
- UK Gilts : T+1 : CREST
- USA Equity and Corporate Debt : T+3 : DTC
- USA Government Debt : T+3 : Federal Reserve

2. Convergence mondiale : Y compris en Europe (étude du HSC group):

Officiellement seuls deux pays européens se règlent en T+2

- Allemagne et Bulgarie

Mais en pratique les autres grands marchés se règlent partiellement en T+2 voire moins

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

Seule une fraction des marchés requiert un règlement supérieur à T+3

➔ *“The HSC recommends the generalisation of T+2 to the majority of markets, except for refinancing activity which is often T+1 or T+0. The obligation to T+2 could be derogated bilaterally.”*

3. Avantages et inconvénients de T+2 POUR :

Le Passage à T+2 dans un seul pays réduit le risque de contrepartie au sein d'un même système

- *même but que le DVP qui supprime le risque que l'un livre et l'autre pas.*
- *même but que la SFD qui supprime le risque d'annulation rétroactive*

La généralisation de T+2 à toute l'Europe réduit le risque de contrepartie entre plusieurs systèmes

- *conséquence logique de l'introduction d'un « droit au lien »*
- *et d'un droit aux « transaction feeds » en provenance des marchés et des CCPs*

Elle va de pair avec l'automatisation et l'interopérabilité

- *Automatisation (ou abandon) des procédures de confirmation*
- *Irrévocabilité: même définition de « l'entrée » et de « l'irrévocabilité »*

Le passage à T2S en 2015 crée l'occasion

- *CQFD: A l'avenir, dès lors qu'un ordre est réglé dans un SSS européen, il sera réglé plus vite (en T+2), de manière synchrone entre plusieurs infrastructures (T+2) et au sein d'un même système (DVP) et en plus le règlement ne pourra être annulé (SFD)*

3. Avantages et inconvénients de T+2

CONTRE:

Le Passage à T+2 augmente le risque de liquidité

- *Plus le temps est court plus le risque de défaut de règlement est élevé, du fait de l'illiquidité du marché, ou du fait des règles de « cut-off » (matching).*
- *Plus le temps est court, plus il est difficile d'organiser des solutions de place de type « prêt de titres » ou « facilités de crédit ».*

Ce problème de liquidité affecte:

- *Surtout les marchés peu automatisés qui requièrent une confirmation*
- *Surtout les contreparties qui ont des chaînes de communication longues*
 - *cas des « retail brokers » dans LSE dont les agents de règlement ne veulent pas faire l'avance des fonds,*
 - *cas de la transaction provenant d'un marché différent ou d'une devise différente du pays dans laquelle elle est réglée.*

Le participant au système devra faire l'avance de la trésorerie ou des titres

- *Prise d'un risque de contrepartie et/ou de marché*
- *Solutions → garanties diverses, prefunding, swaps, collateral, fictions juridiques*

4. Pourquoi traiter la question dans un texte sur les CSD?

1^{er} Avantage, tous les marchés organisés se règlent via un SSS opéré par un CSD

- *On aurait pu également prévoir une telle règle dans MIFID 2, vu que son champ d'application couvre les marchés organisés.*
- *Néanmoins, si les marchés ont un rôle dans le choix des CSD, on souhaite aussi introduire un libre accès des CSD aux transaction feeds des marchés. Donc à l'avenir, en théorie, les CSD pourront choisir leurs marchés et leurs CCP.*

2^{ème} avantage: les CSD sont situés au terminus du processus de règlement et sont donc mieux à même d'observer le moment du règlement.

- *De plus, les CSD vont se voir confier une compétence de discipline pour sanctionner les défauts de règlement.*
- *La notion « d'intended settlement » date déjà prévue dans le Règlement Vente à Découvert correspondra dans beaucoup de cas à T+2.*

CQFD: autant traiter tout cela dans le futur texte sur les CSD.

4. Pourquoi traiter la question dans un texte sur les CSD?

Rappel sur le futur texte sur les CSD :

1. *Liberté des émetteurs de choisir leurs CSD*
2. *Obligation d'entrer tous les titres admis sur un marché organisé via un CSD*
3. *Création d'un statut de CSD : agrément et supervision*
4. *Les CSD assurent une fonction notariale et une fonction d'opérateur des SSS + des services connexes*
5. *Passeport: tout CSD peut ouvrir des filiales, des succursales ou intervenir à distance (par ex: au travers de plusieurs SSS soumis à d'autres droits)*
6. *Droit des CSD à ouvrir des liens et à recevoir des transaction feeds*
7. *Les CSD seront soumis à des normes prudentielles spécifiques (CPSS-IOSCO) et notamment l'obligation de DVP et de reconciliation permanente.*
8. *Les participants aux CSD doivent régler en T+2 les ordres en provenance de marchés organisés*
9. *Les participants aux CSD sont soumis à des règles de discipline renforcées par rapport au Règlement short selling.*

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

MERCI POUR VOTRE ATTENTION

marcel-eric.terret@ec.europa.eu



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



Michel Karlin,

*Conseiller technique auprès du Secrétaire Général Adjoint,
Direction de la gestion d'actifs et des marchés*
Autorité des Marchés Financiers

Date de transfert de propriété des titres : 2 cas différents

Article L.228-1 du code de commerce (9ème 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'Etat.



Date de transfert de propriété des titres : 2 cas différents

Article R.228-10 du code de commerce

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.



Titres admis aux opérations d'un dépositaire central ou d'un système de R/L

Article L.211-17 du code monétaire et financier

Le transfert de propriété de titres financiers résulte de [l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur](#).

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



Titres admis aux opérations d'un dépositaire central ou d'un système de R/L

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.



Négociation sur un marché : règle du j+3

Article 570-2 du règlement général AMF

En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés (*Arrêté du 30 juillet 2009*) « au II » de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, **sur un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V**, le transfert de propriété, mentionné à l'article (*Arrêté du 20 août 2010*) « L. 211-17 » du code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur.

Cette inscription a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison, lorsque le compte du teneur de compte conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central.



Négociation sur un marché : règle du j+3

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

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



Enregistrement comptable versus inscription au compte titres

Article 570-3 du règlement général 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 comptables est sans préjudice des recours des parties concernées.

Opérations financières réglementées par la livre II du règlement général de l'AMF (offres au public, offres publiques d'acquisition...)

Article 570-4 du règlement général de l'AMF

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.



Exception à la règle du j+3 : possibilité de fixer un délai inférieur

Article 570-5 du règlement général de l'AMF

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 compte conservateurs, **intervient au terme d'un délai inférieur à trois jours de négociation après la date de la transaction.**



Propriété des droits financiers issus d'une OST

Article 570-6 du règlement général de l'AMF

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.



Dénouement irrévocable en continu : modalités particulières du transfert de propriété

Article 570-7 du règlement général de l'AMF

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.

Importance de cette disposition lorsque les titres concernés sont utilisés en cours de journée par le teneur de compte conservateur concerné, à des fins notamment de refinancement. Mais la règle générale du j+3 n'est pour autant pas mise en cause.

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

Article 570-8 du règlement général de l'AMF

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 (cf. le transparent suivant), et hors le cas prévu à l'article 570-7, le transfert de propriété, mentionné à l'article (*Arrêté du 20 août 2010*) « L. 211-17 » du code monétaire et financier, résulte de **l'inscription au compte de l'acheteur**, laquelle a lieu lorsque le compte de son teneur de compte conservateur est crédité dans les livres du dépositaire central.

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

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

Instruction n° 2006-03 du 21 février 2006 prise en application de l'article 560-8 du règlement général de l'AMF

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 1er - 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 Ier 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 1er avril 2006.

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

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.**



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

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.



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

Article L.211-17-1 du code monétaire et financier (II)

II. - 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.

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



Marie-Thérèse Aycard,

Associée
Ailancy

1. Contexte

Un contexte d'harmonisation européenne avec T2S

- La question du passage du règlement/livraison à J+2 s'est posée concrètement, du fait de la présence de l'Allemagne au sein de T2S

Un contexte législatif

- La loi sur la régulation Bancaire et Financière a acté en octobre 2010, la réduction du délai de règlement/livraison

A ce stade, l'ambition affichée est de passer à J+2;

- Le passage à J+1 conduirait probablement à des investissements trop importants
- Un écart trop grand avec les marchés des autres régions

C'est dans ce contexte que l'AFTI a mandaté Ailancy afin de mener une étude d'impacts de ce raccourcissement du délai de R/L

**Cette étude a été menée avec l'aide de deux référents :
Pierre Colladon et Philippe Bellande (SGSS)**

1. Objectifs

| Volet | Objectifs |
|------------------------|--|
| 1 ^{er} volet | <ul style="list-style-type: none">▪ Identification des impacts sur les TCC (Institutionnels et Retail) tant du point de vue opérationnel et informatique 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 ^{ème} volet | <ul style="list-style-type: none">▪ Démarche similaire au 1^{er} Volet sauf qu'elle concerne les autres acteurs (Sociétés de Gestion, Brokers, Clearers, Emetteurs) |
| 3 ^{ème} volet | <ul style="list-style-type: none">▪ Identification précise des impacts sur les infrastructures de Place (LCH Clearnet, Euroclear, Banque de France, Euronext)▪ Proposition d'interaction à mettre en place pour l'implication de ces entités |

2. Principes directeurs de la démarche

- **Périmètre**

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

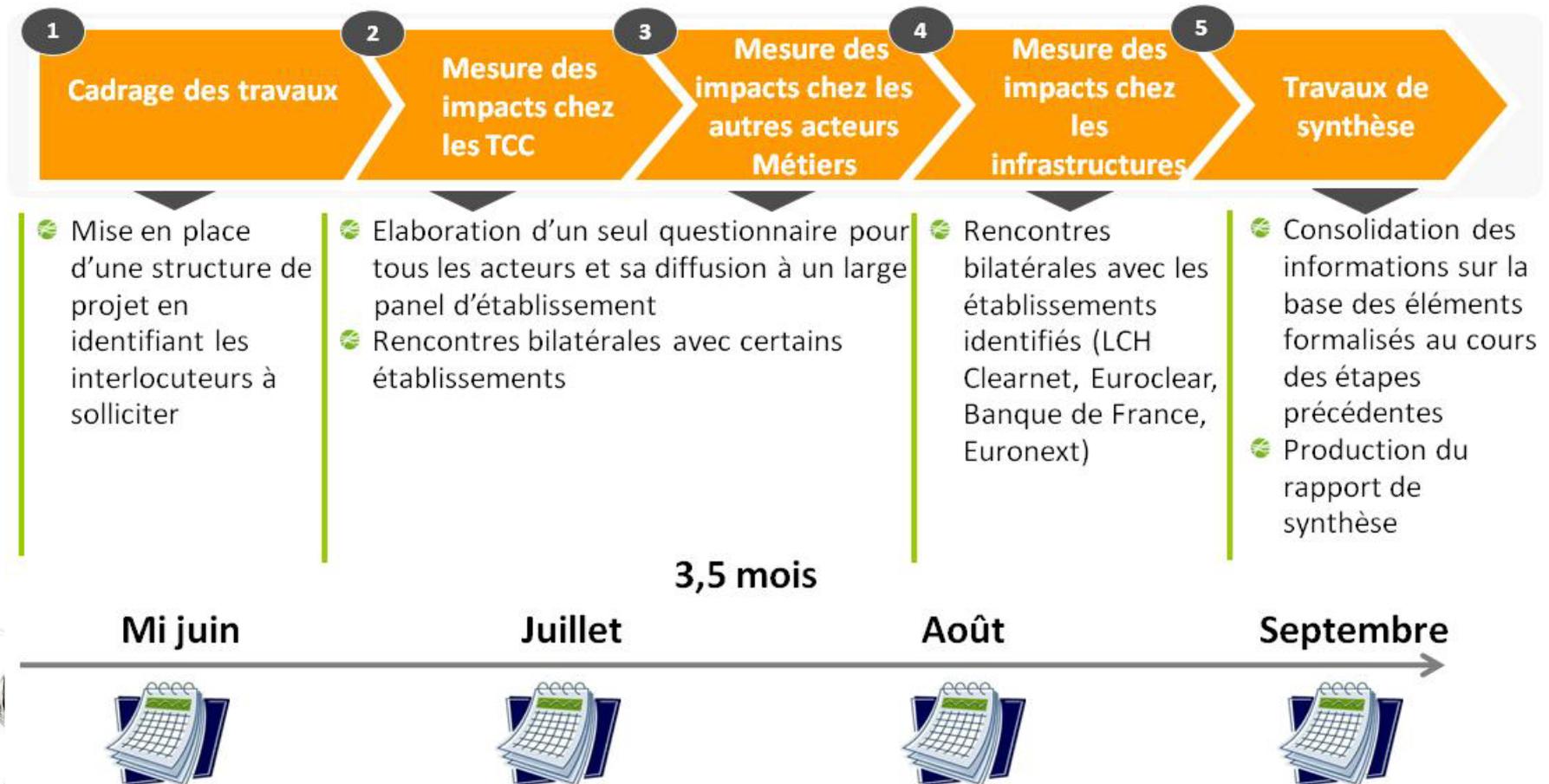
Toute opération admise au système de R/L d'un CSD (Euroclear France) dès lors que celle-ci est négociée sur

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



2. Principes directeurs de la démarche

• Phases de l'étude



2. Principes directeurs de la démarche

- Niveau de participation des établissements à l'étude

L'étude s'est déroulée de juin à septembre

La diffusion du questionnaire a été réalisée pendant la période estivale

Taux de réponses reçues par rapport aux réponses attendues : 34%

Ce taux ne tient pas compte du poids des établissements ayant répondu en sachant que les plus grands établissements français ont majoritairement répondu au questionnaire

* *Les établissements ayant répondu au titre de tous les métiers dont celui de distributeur ne sont pas pris en compte*

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

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Principaux points clés identifiés**

1 Ordonnancement du passage des pays

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

2 Périmètre privilégié pour la France

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

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

• Principaux points clés identifiés

3 Dépendance avec d'autres projets

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

4 Point d'ancrage d'une valeur donnée

- A ce stade, les travaux préconisent une règle d'ancrage pour une valeur donnée via son "l'Issuer CSD" (dans le cadre de T2S et d'un passage progressif des pays)
- La règle serait :
« J+2 s'applique à une valeur dès lors que son Issuer CSD est régulé par un pays ayant adopté le passage à J+2 »



3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- Principaux points clés identifiés

5

Timing du projet

- Avant T2S:

- *Si passage progressif*

Mise en application du J+2 pour la France avant la 3ème vague T2S (Septembre 2015 officiel + quelques mois de décalage annoncés) ,

En anticipant 12 à 18 mois de tests => Nécessité d'une prise de décision plus de 18 mois avant, afin de permettre la mise en œuvre du projet → début 2014

- *Si passage simultané ou une date butoir avant la première vague*

Mise en application du J+2 pour la France avant la 1ère vague de T2S, (Septembre 2014 officiel + quelques mois de décalage annoncés)

- Après T2S : après la 3ème vague T2S

- **Périodes à éviter** : saison d'OST (mai-juin), celle des AG, fins d'année, trimestre et mois, périodes de vacances (noël, août)

- **Période privilégiée** : septembre et novembre, hors swift release (novembre)

<
Septembre
2014 ?

<
Septembre
2015 ?

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Vue d'ensemble des types d'impacts**

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



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

Cependant, les impacts sur l'informatique ne sont pas à négliger
ex : Impacts SBI

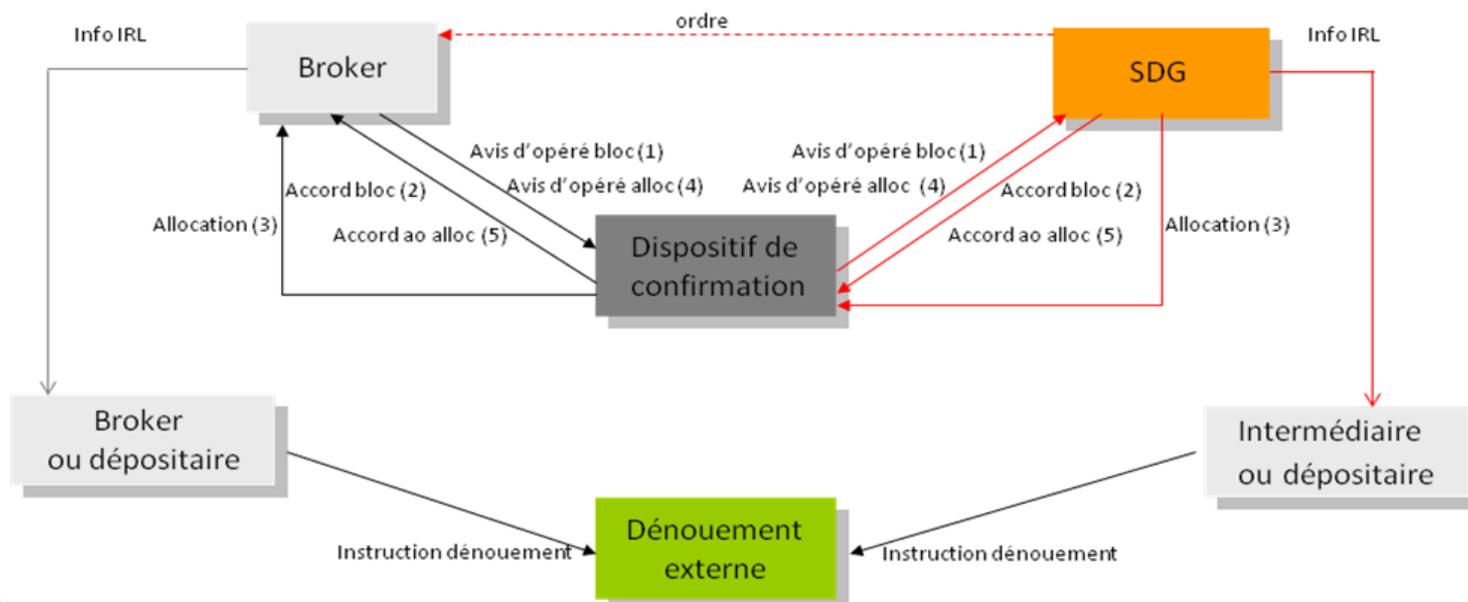
La complexité relève davantage de la multitude des points à traiter

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Les processus opérationnels**

Le passage du R/L à J+2 : quelles actions mener pour être en mesure de raccourcir le délai de l'ensemble du process entre la négociation et le R/L ?

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



Les processus opérationnels des acteurs interrogés seraient impactés dans la mesure où ils devront s'adapter au nouveau cycle de R/L

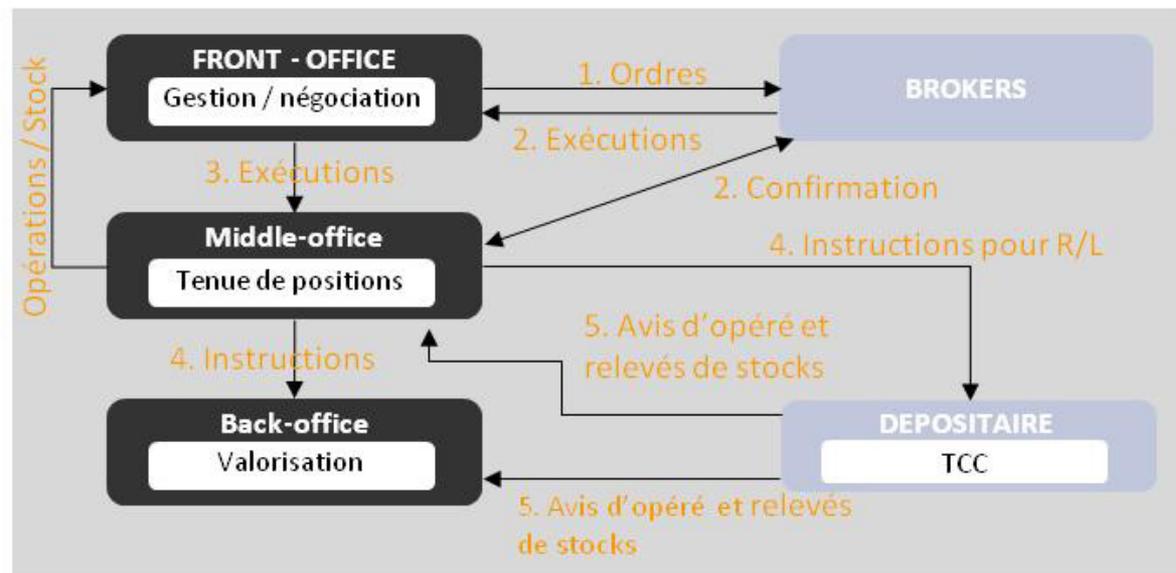
Néanmoins certains acteurs concentrent les impacts les plus significatifs

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Les processus opérationnels**

Un fort impact pour les sociétés de gestion qui utilisent des process non automatisés (fax)

30% des sociétés de gestion utilisent le fax (ceci ne correspond pas à 30% des opérations !)



- Les flux 2 à 4 devraient se dérouler en 2 jours au lieu de 3
- Il convient d'optimiser le matching et les confirmations
- Il convient d'optimiser la génération des instructions de RL

L'automatisation de ces processus au sein des Sociétés de Gestion est considéré comme un enjeu majeur par les Brokers interrogés

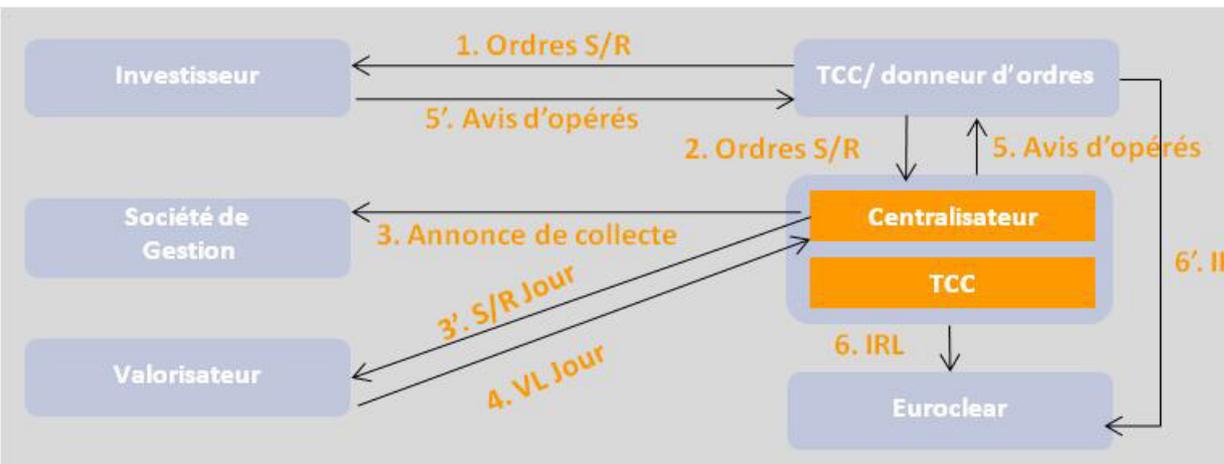
Les TCC sont également dépendants de la capacité des Sociétés de Gestion à générer les IRLs dans les délais

Le passage à J+2 : un déclencheur pour réfléchir à une optimisation / rapprochement des deux process : confirmation – génération IRL

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Les processus opérationnels**

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



Aujourd'hui, les R/L de la majorité des fonds se font en J+3 → ils devraient évoluer en J+2

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

Le délai de deux jours doit donc permettre :

- Le calcul de la VL
- L'émission des avis d'opérés depuis le centralisateur vers le TCC
- La génération des IRL vers Euroclear

Une revue des rôles et des SLA entre le valorisateur, le centralisateur et les TCC

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Le volet Business**



Volet Business

TCC Retail

- Impact financier sur les établissements se rémunérant sur la base des dates de valeur
- 1 diminution du float

LCH Clearnet

- Impact sur la trésorerie : les appels de marge porteront sur 2 jours au lieu 3

Sociétés de Gestion

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

Clearers

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

Brokers

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

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- L'informatique et la liquidité

Informatique

- Des adaptations seront à réaliser sur plusieurs domaines fonctionnels et ce pour tous les acteurs
- Ces adaptations ne seraient pas unitairement d'une grande complexité
- Point d'attention pour les TCC : les délais de production des BRN devront ils être revus ? Si oui, certains TCC soulignent la difficulté à faire évoluer les applicatifs concernés
- La complexité relève davantage de la multitude des points à traiter

Liquidité

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

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

• Impacts juridiques et fiscaux

Juridiques

- **Impacts sur les conventions**
 - Avenants ou modifications à apporter aux conventions clients/fournisseurs où les délais de R/L sont détaillés
- **Impacts sur les prospectus**
 - Impact limité en France en raison du faible nombre de prospectus annonçant le délai de R/L mais
- **Impacts réglementaires**
 - 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
 - Modifications à apporter à l'Article R. 225-85 du Code de commerce sur le droit de vote mentionnant le délai de 3 jours
 - Création hypothétique d'un texte réglementaire se superposant aux statuts dans le cas où les statuts de certains émetteurs précisent « valeur cotée sur Euronext avec un délai de R/L à J+3 »

Fiscaux

- Mise à jour par l'administration fiscale des instructions fiscales 5 C-4-06 du 8 novembre 2006, 5I-10-6 du 9 novembre 2006 et 7S-5-06 du 9 novembre 2006 s'impose car celles-ci font référence au « J+3 »
- Changement de date sur les opérations de fin d'année à exclusion de la fiscalité et passera des 3 derniers jours de décembre aux 2 derniers jours de décembre
 - ISF
 - IFU
 - Relevé de fin d'année

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Tableau de bord des actions à mener**

Type d'impact

Actions à mener

Impacts Organisationnels

- Réviser les processus de confirmation, de pré-matchning, 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

- Mener une réflexion sur le modèle économique (notamment au sein des 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

3. Synthèse de l'analyse d'impacts

- **Tableau de bord des actions à mener**

| Type d'impact | Actions à mener |
|-----------------------------------|---|
| Impacts sur la liquidité | <ul style="list-style-type: none">○ Anticiper un impact lors 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

Chaque plateforme de négociation applique une seule règle de gestion par code ISIN

| Aujourd'hui | Demain (passage à T2S) |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none">○ Un système en silo avec le couple plateforme de négociation/CSD○ La Règle de gestion appliquée à la valeur par la plateforme de négociation est celle du CSD qui lui est associé | <ul style="list-style-type: none">○ Rupture du couple plateforme de négociation/CSD avec la mise en place d'une plateforme de R/L unique |

Dans le cadre de T2S et d'un passage progressif par pays (donc la cohabitation de différents cycles de R/L), quel serait le point d'ancrage d'une valeur donnée?



4. Analyse du point d'ancrage

"L'Issuer CSD" est privilégié à deux autres possibilités (règle d'ancrage par la plateforme de négociation et règle d'ancrage par le CSD local) qui comportent toutes les deux des limites :

1. Si la règle de gestion d'une valeur donnée est arbitrée par la plateforme de négociation
Eventuelle confusion dès qu'une valeur est par exemple négociée sur deux plateformes de négociation lui appliquant chacune une règle différente
2. Si la règle de gestion d'une valeur donnée est arbitrée par le CSD local
Dans le cas d'une valeur multi-déposée (cf-shéma ci-dessous), la négociation du coupon couru peut s'avérer complexe



« L'Issuer CSD » comme point d'ancrage appliqué au niveau européen évite toute confusion dès lors qu'une valeur est multi-listée et assure par ailleurs l'unicité de la règle de gestion appliquée à une valeur donnée

4. Marché obligataire et cycle de R/L pratiqué

Le marché obligataire a une volumétrie significative qui se traite sur des plateformes qui ont des cycles de R/L définis par type de produit

Les cycles de R/L vont de J+1 à J+3 : Les OAT(Obligations Assimilables du Trésor) traitées sont dénouées à J+3

Il s'agit d'une pratique et non pas de l'application d'une réglementation

Le cycle de R/L de ces produits, traités sur les marchés organisés passera-t-il à J+2 en même temps que les produits des marchés réglementés ?

Au regard, de l'importance des montants traités sur le marché obligataire, ce point influe significativement les risques de liquidité lors de la bascule.

Les acteurs rencontrés pressentent que l'évolution de la pratique de marché pour les plateformes obligataires sera concomitante à l'application de la réglementation sur les marchés réglementés.

5. Mise en œuvre du projet

Gouvernance du projet

- Tous les établissements interrogés s'accordent sur la nécessité d'une coordination globale et à l'échelle européenne pour la réussite du projet

Interaction à l'échelle européenne

- Le périmètre pays privilégié pour la France pour le passage à J+2 est Le changement du délai de R/L doit être commun à toute la zone ESES a minima et de préférence à ESES + le Portugal.

Principaux éléments à instruire

- La mesure des besoins en terme de cash lors de la bascule
- L'analyse des impacts sur les fournisseurs de données (SixTelekurs,...) s'impose
- La coordination avec les MTF et les plateformes obligataires
- L'opportunité de relancer la réflexion sur l'optimisation des process confirmation / génération des IRL



MerciDes questions ?

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

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



TABLE RONDE :

Enjeux potentiels de la réforme sur l'industrie financière

Animé par : **Eric Dérobert**, *Directeur des affaires publiques Caceis*

- **Philippe Bellande**, *Adjoint au Directeur du Département Central des Opérations, Société Générale Securities Services*
Animateur du Groupe Conservation de l'AFTI
- **Patrick Crésus**, *Directeur des opérations, Exane*
- **Jean-Philippe Grima**, *Responsable des relations de Place, Crédit Mutuel – CIC*
- **Pierre-Dominique Renard**, *Director, Customer, market & Infrastructure LCH Clearnet SA*
- **Sébastien Seailles**, *Head of ESES Product management, Euroclear France*
- **Philippe Barrau**, *Chargé des relations avec les Entreprises Financières, Axa investment managers*

