

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

1

Quels standards ? Quels enjeux ?

Edwin de Pauw
Infrastructure, Euroclear,
Membre du CAJWG
Anne Mairesse
Infrastructure, LCH.Clearnet SA,
Membre du CAJWG et du CASG

2

Questions/Réponses
suite à l'intervention

6

Mise en perspective européenne : quel calendrier optimal ?

Pierre Colladon
Strategy and Market Infrastructures,
Société Générale Securities Services,
Animateur du MIG France de l'AFTI,
Membre du CAJWG

7

L'analyse d'impact pour le post-marché

Olivier Pierre
Directeur, OTC Groupe ONEPOINT

9

Questions/Réponses
suite à l'intervention

12

La conduite du projet de Place

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

13

Table ronde

Olivier Pierre
Directeur, OTC Groupe ONEPOINT
Éric Bey
Head of Corporate Actions,
NYSE Euronext
Frédéric Beck
Head of custody operations, BP2S
Thomas Brian
Product Management ESES, Euroclear
Christophe Bonte
Policy Advisor, Fédération Bancaire
Européenne, Secrétaire, Broad
Stakeholder Group - BSG
Yvon Lucas
Chargé de mission auprès du Directeur
général des opérations de la Banque
de France
membre, T2S Board
Laurent Chalivoy
Pilotage de projets de Place, SGSS

14

OST : transposition des standards européens Le coup d'envoi

En partenariat avec



Éditorial

La préparation de cette transposition remonte à 2001, date de la publication du premier rapport Giovannini, synthèse des positions de l'industrie financière adressée à l'époque à la Commission européenne.

L'identification des insuffisances telle que la barrière 3 était un prérequis indispensable avant d'engager des mesures correctives.

Durant cet intervalle, les travaux ont été nombreux :

- l'harmonisation des règles de transfert de propriété,
- la mise en œuvre d'un moyen d'organisation pour le paiement de dividendes en espèce,
- la mise en œuvre d'un moyen d'organisation pour les paiements en titres,
- l'ordonnancement des dates de réorganisation,
- le record date pour le vote en Assemblée générale.

L'enjeu est assez simple : harmoniser les pratiques dans le domaine des OST, aujourd'hui encore différentes d'un pays à l'autre.

Le chantier de transposition qui nous attend avec les OST porte sur un sujet complexe. Le Spécial Conférence de 2009 donne une idée précise sur la question.

Le sujet est sensible car il met directement en cause des clients corporate aussi bien que des clients actionnaires.

Il est également vital pour l'achèvement de la construction européenne des services financiers, les OST composant le cœur de l'activité du post-marché.

Par ailleurs, en intervenant systématiquement dans le cours des événements qui jalonnent la vie d'un instrument financier, les OST procèdent d'un véritable processus industriel.

Ce projet doit être conduit sous deux ans environ. Ce délai n'est pas long, sachant que nous travaillons sous contrainte de temps due :

- aux tests T2S qui nous attendent vers la fin 2014,
- à l'évolution de nos standards de règlement-livraison qui passeront de J+3 à J+2 à la même date.

Il convient de saluer le travail du CAJWG (Corporate Actions Joint Working Group) qui a développé les standards et du MIG (Market Implementation Group), qui a été le véritable moteur d'implémentation des standards. ■

Marcel Roncin,
Président de l'AFTI

Quels standards ? Quels enjeux ?

Edwin de Pauw

Infrastructure, Euroclear, Membre du CAJWG

Les notions que nous allons développer concernent essentiellement les OST sur soldes. Le point de départ pour l'établissement de ces standards a été le rapport Giovannini, qui a identifié le traitement des OST comme l'une des barrières empêchant un settlement efficace en Europe, surtout par rapport aux flux transfrontaliers, au travers des différents marchés.

Dans un premier temps, je vais expliquer le contexte général qui a mené à la création de ces standards OST, puis je reviendrai plus en détail sur quelques processus-clés qui seront mis en œuvre et qui auront également un impact important sur le marché français. Concernant les standards, il est intéressant de souligner que certains d'entre eux sont déjà

implémentés sur le marché Français, mais ils doivent encore être implémentés sur d'autres marchés.

Le contexte général

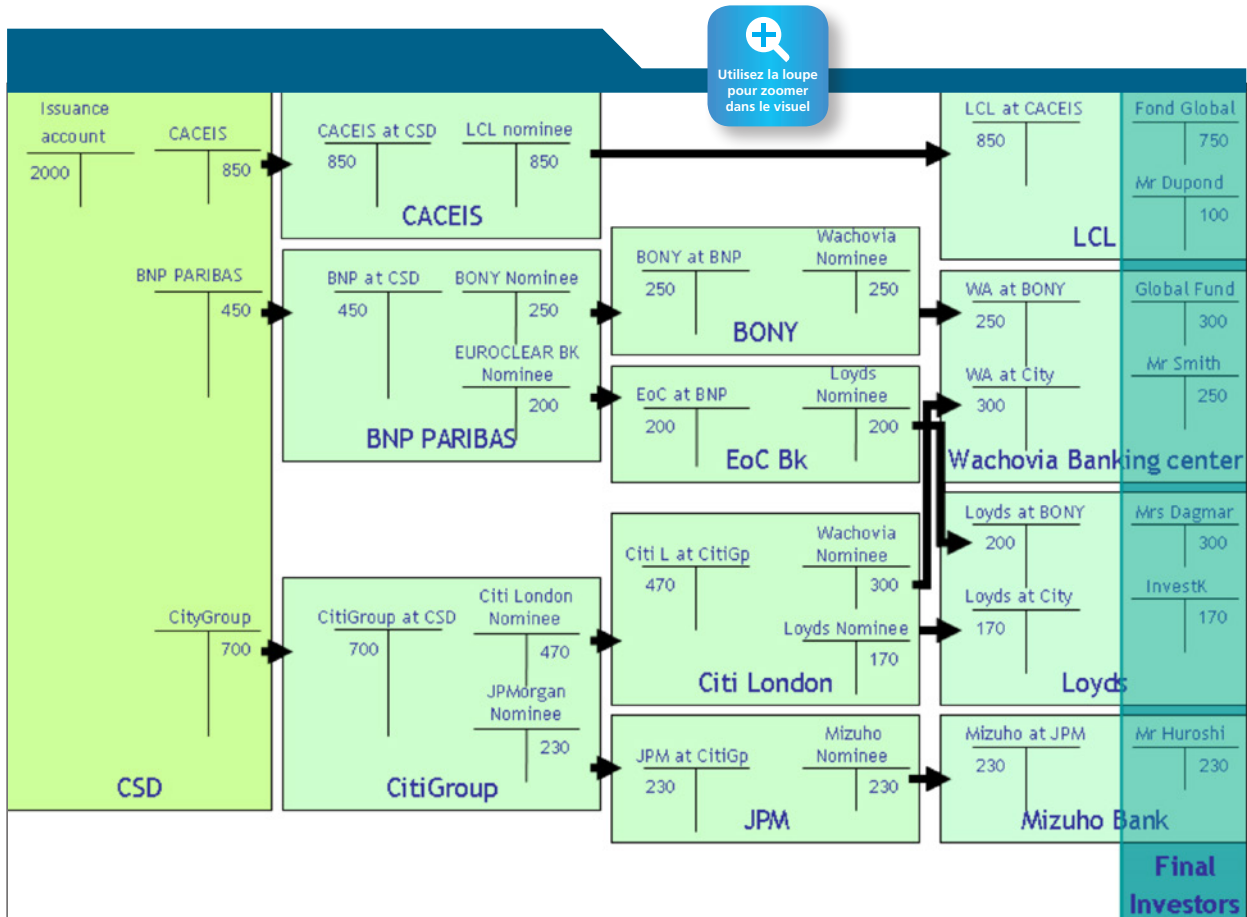
Le sujet des OST est très complexe. Tout d'abord, le traitement d'une OST en lui-même est très complexe et non harmonisé. Pour un marché donné, le même type d'événement n'est pas toujours traité de manière identique. Par exemple, il y a parfois des stocks splits pour lesquels le même ISIN code est maintenu, alors que d'autres fois, un ISIN code différent sera utilisé. De tels traitements nécessitent des processus différents, même à l'intérieur d'un même marché.

L'autre complexité des OST est liée au fait que la chaîne des détenteurs est très variée et n'est pas concentrée dans un seul marché.

Dans le contexte du groupe CESAME, un exercice a permis d'illustrer comment une chaîne d'intermédiaires est typiquement construite.

En partant de l'émission même d'un titre, nous voyons qu'au niveau du CSD il n'y a pas seulement des acteurs locaux (français), mais aussi des acteurs étrangers.

En descendant la chaîne, même s'il y a un intermédiaire français au niveau du CSD, il se peut qu'il y ait un détenteur de second niveau qui soit une autre banque étrangère.



Quels standards ? Quels enjeux ? (suite)

On voit donc que pour un titre donné, on se retrouve avec une multitude de détenteurs différents.

Un autre élément important réside dans la responsabilité générale de s'assurer que les obligations ou les droits d'un investisseur soient bien préservés et véhiculés jusqu'à l'émetteur, et que la chaîne entre l'émetteur et l'investisseur soit la plus efficace possible.

Ces éléments de complexité se traduisent en une augmentation des risques opérationnels. Ces risques peuvent avoir un certain coût dû aux pertes ou erreurs de traitements, mais aussi parce que le processus n'est pas harmonisé, nécessitant encore beaucoup d'interventions manuelles coûteuses.

L'objectif des standards est donc de permettre une industrialisation et une harmonisation poussées.

Ces standards concernant les OST ont été développés pendant près de deux ans, alors que 4-5 ans ont été nécessaires pour le développement des standards « Assemblées générales ».

Ce travail a été réalisé en collaboration avec des représentants de tous les segments de l'industrie.

Dans le groupe de travail CAJWG figuraient :

- des représentants des émetteurs
- des CSDs
- des banques
- des investisseurs des divers marchés européens

Le champ d'application des standards englobe toutes les OST (distributions et réorganisations) ainsi que tous les investissements directs (actions, obligations) qui sont détenus dans des CSDs en Europe.

Les domaines ciblés par ces standards sont les aspects les plus importants des OST. Il s'agit :

- de la dissémination de l'information à partir de l'émetteur, et jusqu'à l'investisseur,
- des dates-clés et de leur séquence, qui ont été introduites pour que tout le monde utilise la même référence afin de déterminer qui a droit à l'OST, mais aussi pour éviter qu'il n'y ait trop de corrections (de régularisations sur flux),
- des processus-clés eux-mêmes, qui ont aussi été harmonisés au niveau de leur processing.

La dissémination de l'information

Les standards prévoient une normalisation dans la façon de disséminer l'information. Ils ne sont pas spécifiques quant au format du message, mais laissent bien sous-entendre que le standard reconnu dans le monde financier actuel est le format ISO (version 15022 pour les OST).

Dans ce format, le fait que l'information soit passée à travers la chaîne des intermédiaires dans une forme unique et dans une forme électronique est important. Cet aspect-clé devrait éviter toute intervention manuelle et par conséquent réduire le risque opérationnel ainsi que le coût lié à cette intervention.

Il est important que l'information ne reste pas « stockée » trop longtemps. Si aucune intervention sur cette information n'est nécessaire, quelques secondes/minutes suffiront pour la passer aux membres ou participants suivants.

Les enjeux de la dissémination de l'information sont :

- la rapidité de distribution de l'information entre l'émetteur et l'investisseur,
- la lisibilité et l'utilisation facilitées grâce à la standardisation dans le formatage,
- l'uniformisation transfrontalière.

La définition des dates-clés et de leur séquence

Les dates-clés qui ont été identifiées sont :

- la record date : date aidant à déterminer qui a droit à l'OST,
- l'ex-date : date à partir de laquelle l'action se négocie sur le marché boursier sans droits à l'OST attachés,
- la payment date : moment où les espèces ou les titres sont payés à l'investisseur.

La séquence et le positionnement de l'ex-date et de la record date sont très importants pour minimiser le nombre de corrections à réaliser. Si l'action se négocie encore droits à l'OST attachés, mais que ce droit n'est pas reflété au niveau du dénouement au moment opportun (i.e. à la record date), cela implique qu'il y a des corrections à faire. Sinon, ce n'est pas le bon investisseur qui bénéficiera de l'OST.

La durée entre l'ex-date et la record date a été déterminée à 2 jours : les 3 jours du cycle de règlement-livraison moins 1 jour. Ceci est dû au fait que la photo des positions sur lesquelles appliquer l'OST est prise à la fin de la journée de la record date.

Il est important de garder ces deux jours entre l'ex-date et la record date car cela diminue fortement le nombre d'OST sur flux.

Les traitements et processus

Le traitement en Europe est déjà relativement harmonisé.

Seule « la distribution avec option » a nécessité que l'on scinde cet événement en deux parties pour des raisons de simplification :

- la distribution du titre intérimaire (l'interim security)

• le moment où ce titre intérimaire est exercé
Par ailleurs, nous avons pris position lors de l'élaboration des standards pour que le processing des OST se réalise au niveau du CSD. Cette manière de faire est commune à tous les marchés à l'exception du traitement des parties fractionnaires.

Nous avons surtout veillé à ce que la mise en place de ces standards facilite le processing afin de standardiser le format et le traitement à travers la chaîne des intermédiaires, et, en conséquence, faciliter l'automatisation et réduire le risque et le coût opérationnel. ■

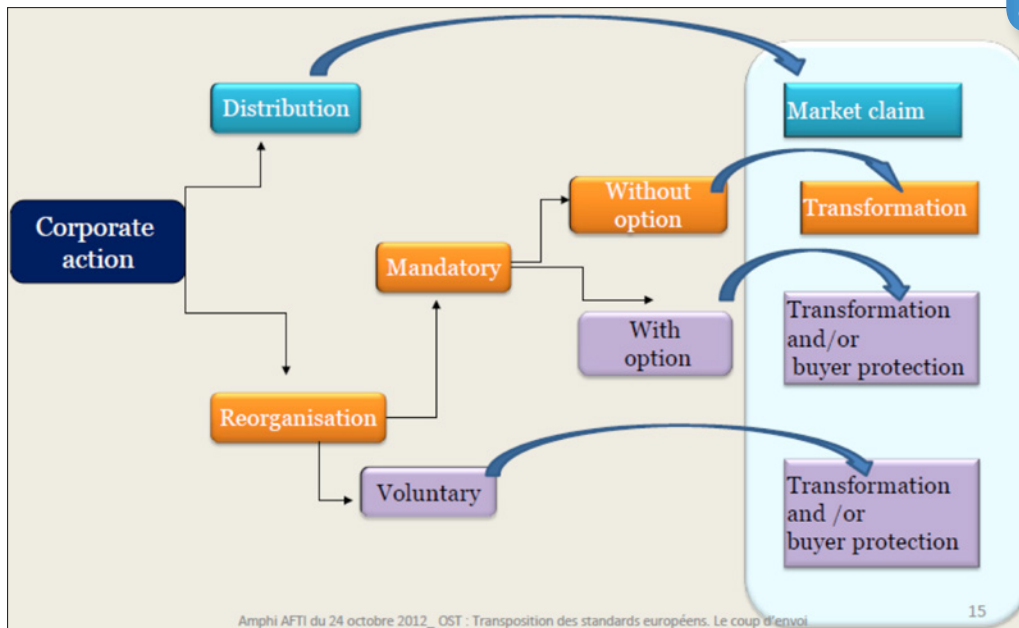
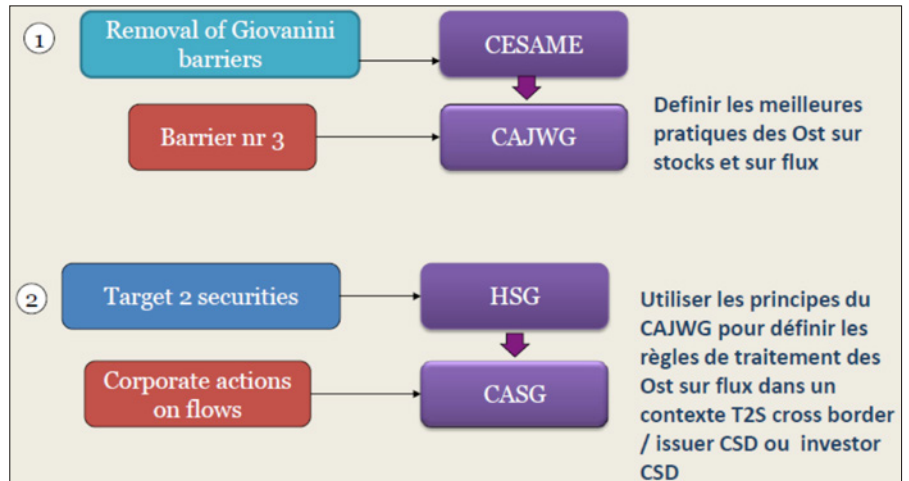
Quels standards? Quels enjeux? (suite)

Anne Mairesse

Infrastructure, LCH.Clearnet SA, Membre du CAJWG et du CASG

Avant de poursuivre sur les standards OST sur flux, je vais brièvement rappeler l'historique.

Le CAJWG a démarré ses travaux en 2008 et, au bout de 18-24 mois, a émis les standards Corporate Actions sur stocks et sur flux. Cette initiative, sous l'égide de l'ex groupe CESAME, concerne l'ensemble des acteurs du secteur privé. En parallèle à la publication de ces standards OST, l'initiative Target 2 Securities (T2S) a progressé, et certains membres de l'Advisory Group de T2S ont identifié l'importance de l'harmonisation des OST sur flux dans les transactions cross border. C'est ainsi qu'est né le Corporate Action Sub Group (CASG) dont le but était de détailler les standards CAJWG sur flux sur la plateforme T2S et dans un contexte cross CSDs.



Les marchés devant répondre aux standards CASG sont ceux rejoignant T2S, alors que l'ensemble des marchés européens doivent répondre aux standards du CAJWG. Cela a parfois provoqué quelques discussions pour établir qui était responsable du monitoring des OST sur flux, spécialement pour les marchés ne rejoignant pas T2S. C'est donc le CAJWG qui supervise l'ensemble des standards stocks et flux alors que le CASG a pour mission de

renforcer les spécifications et de monitorer leur implémentation dans T2S.

Les objectifs des standards OST sur flux sont :

- d'assurer que la transaction qui est appa- reillée dans le CSD poursuit correctement son cycle de vie,
- d'éviter un traitement manuel de l'acheteur et du vendeur et d'automatiser les process dans le CSD,

- de protéger les droits tant des acheteurs que des vendeurs.

Le but est de maintenir un taux de dénouement très efficace et surtout d'éviter qu'il y ait des litiges entre contreparties. Il existe parfois de réelles complexités pour déterminer exactement les droits des contreparties d'une transaction suite à une OST.

Quels standards? Quels enjeux? (suite)

Les 3 catégories d'OST sur flux sont :

- Les market claims : résultat d'une distribution titres ou espèces.
- Les transformations suite à une réorganisation :
 - la transformation obligatoire où l'instrument financier va de façon obligatoire être transformé en un autre produit : cash ou titres. S'il est sans option, le process est automatique et s'il est avec option, ce choix de la transformation est géré via le mécanisme de « buyer protection ».
 - la transformation volontaire via l'usage de la buyer protection : par exemple le cas d'une souscription où l'acheteur non livré exprime et défend son droit auprès du vendeur pour recevoir le produit de l'OST en raison de son impossibilité de participer à l'offre dans les délais (la market deadline).

Les market claims

Les principes généraux des market claims sont élaborés pour la plupart par le CAJWG.

Tout d'abord, les market claims devraient se réduire uniquement aux suspens de dénouement pour des cycles standards de règlement-livraison à cause de l'ordre des dates clés. Nous avons déjà pu bénéficier de cette nouvelle séquence de dates sur les distributions de dividendes au niveau du marché français. La transaction « market claim » est créée par le CSD, où par la CCP quand celle-ci internalise dans ses propres livres la régularisation des OST sur flux. Cette opération se fait en Record Date.

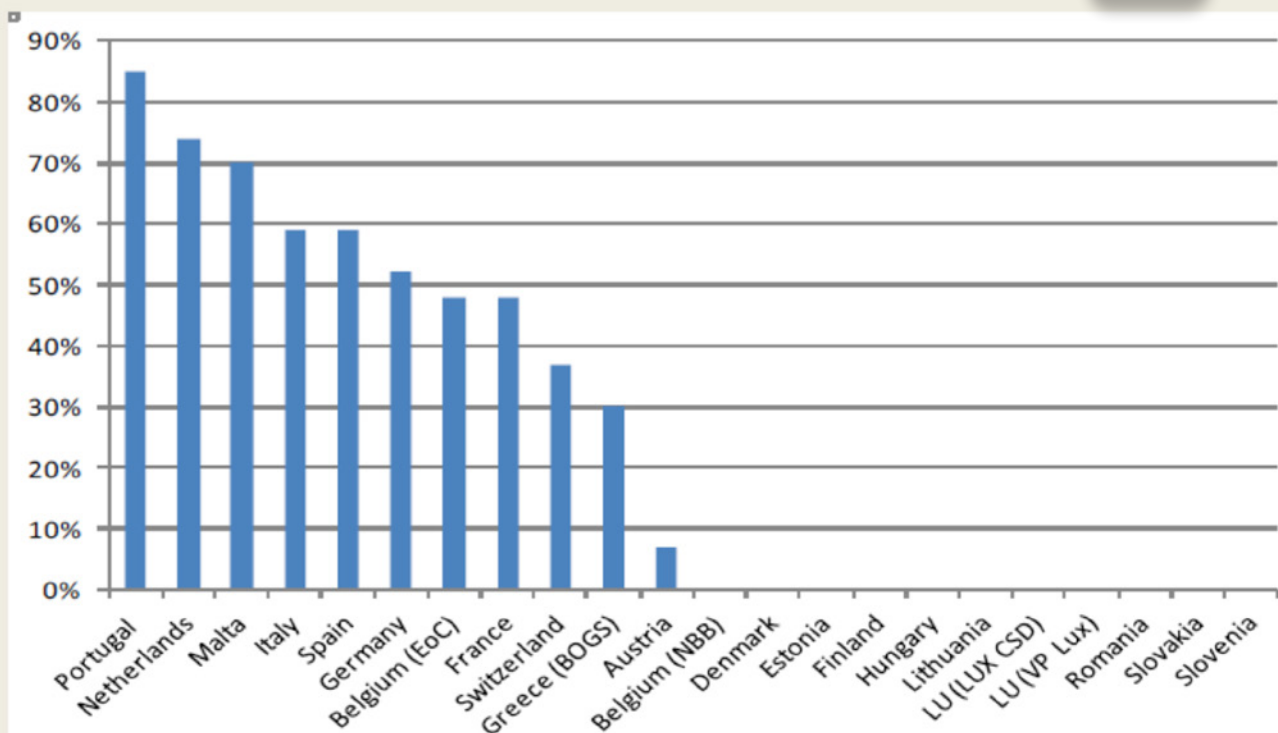
La règle au niveau du CAJWG a été que pour les transactions appariées et pour celles qui vont s'apparier jusqu'à 20 jours après la record date, les CSD détectent et créent le market claim pour distribuer le produit de l'OST à la

partie y ayant droit (en général l'acheteur). Nous avons également ajouté les facilités de Cum/Ex ainsi que « Opt Out » pour signifier que l'on ne veut pas que le CSD détecte le market claim quelles que soient les informations dans la transaction sous-jacente. Par ailleurs, le dénouement du market claim est indépendant du dénouement de la transaction sous-jacente mais avec une facilité de hold/release. Au niveau du CASG, nous voulons faciliter l'identification du market claim dans l'ensemble des transactions. Ainsi, le type de transaction sera « CLAI » avec l'ajout de champs supplémentaires et informatifs comme la référence de la transaction sous-jacente et la référence de l'OST.

Le CASG propose des statistiques datant de juillet 2012 sur le niveau d'adéquation des marchés joignant T2S.



Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel



Market claims (% compliance for each market/systems in 2012)

Quels standards ? Quels enjeux ? (fin)

Il est à constater qu'aucun marché n'est à 100 %. La moitié des marchés ont un certain niveau de compliance. D'autres n'ont pas encore livré, ne signifiant pas qu'ils n'ont pas analysé. En effet, l'effort d'analyse va en s'améliorant depuis 2010.

Les transformations

Elles concernent les transactions non dénouées en record date de la réorganisation. Les contreparties n'interviennent pas et le CSD transforme cette transaction. Pour ce faire, le CSD doit connaître les termes de l'OST, regarder les caractéristiques de la transaction sous-jacente, l'annuler et la remplacer par une nouvelle transaction. Cette dernière est envoyée dans le système de dénouement afin de ne pas créer de rupture dans le cycle de dénouement, sans intervention du vendeur ni de l'acheteur.

Dans l'environnement T2S, en cas de transaction cross-CSDs, il faudra que les CSDs de l'acheteur et du vendeur détectent le besoin

de transformation, annulent en record date puis instruisent selon les bons termes.

Ainsi, toute l'importance est de se mettre d'accord sur les termes et les champs qui vont être utilisés pour que les deux instructions de la transformation puissent s'apparier et se dénouer dans T2S.

Pour les appariements tardifs des transactions sous-jacentes, l'annulation et la transformation peuvent avoir lieu jusqu'à 20 jours après la record date. Il existe également la possibilité d'opt-out pour les participants, uniquement sur les transactions OTC. Les transactions négociées sur une bourse réglementée seront d'office Cum et Opt-in.

La Buyer Protection

Concernant la buyer protection, une première version des standards du CAJWG a été émise en 2009, et une version révisée a été réémise à l'été 2012. Le CAJWG a en effet proposé un set de standards basé sur un process

manuel, car suite aux retours des marchés sur leur niveau d'adéquation aux standards, il s'est avéré qu'aucun (ou presque aucun) CSD n'envisageait la mise en place d'un process automatisé.

Le CAJWG a alors proposé de mettre en place un « template » avec les recommandations et les champs minima à informer, afin que l'acheteur et le vendeur comprennent quoi faire de leur transaction.

Dans un environnement manuel, le CSD n'interviendra pas. L'acheteur et le vendeur devront annuler la transaction puis devront ressaisir les transactions sur la base du choix de l'acheteur qui l'aura décrit dans le document qu'il enverra. Ce document devrait être préformaté (idéalement norme ISO), et envoyé par mail de façon certifiée et sécurisée. Le but à moyen terme est que l'ensemble des marchés convergent vers une procédure commune de l'usage de la buyer protection qui sera également valable par la suite dans un environnement T2S.

Questions de l'auditoire

Christian Cure Vermeg

Dans la mesure où Swift a émis des standards, 15022 et 20022, quel est l'impact ? Avez-vous travaillé avec Swift ?

Edwin de Pauw Infrastructure, Euroclear, Membre du CAJWG

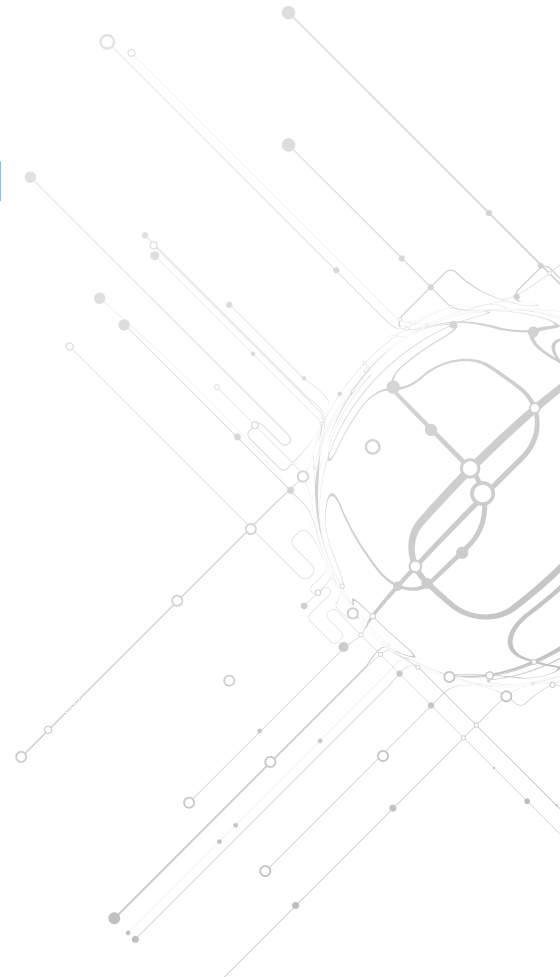
Swift n'a pas été impliqué dans la définition des standards mêmes, mais a été impliqué lors de la finalisation de ces standards. Des collaborateurs participent maintenant aux discussions et sont notamment présents à l'e-MIG. Lors des phases d'implémentation de ces standards, certains marchés peuvent faire face à des contraintes liées à des messages ISO de Swift. Dans ce cas, Swift peut prendre le point et l'adresser de la manière la plus pertinente. Swift est donc plutôt impliqué dans la partie implémentation des standards car les messages Swift sont ISO compliant,

mais ne sont pas impliqués dans la définition même des standards.

Anne Mairesse Infrastructure, LCH.Clearnet SA, Membre du CAJWG et du CASG

Au niveau du CASG, quelques « change requests » ont été introduits auprès de la communauté Swift ISO, et notamment un nouveau type de transaction qui a été accepté pour un market claim. Un change request pour identifier une transformation avait également été introduit, mais avait été a priori rejeté.

Ainsi, le travail n'est pas encore terminé. Au niveau de T2S, il a d'ailleurs été demandé de regrouper des experts messagerie pour s'assurer que les instructions du market claim et de la transformation aient un taux d'appariement efficace afin d'améliorer l'utilisation des messages ISO. ■



Mise en perspective européenne : quel calendrier optimal ?

Pierre Colladon

Strategy and Market Infrastructures, Société Générale Securities Services,
Animateur du MIG France de l'AFTI, Membre du CA JWG

L'une des questions récurrentes qui revient au MIG (Market Implementation Group chargé de la mise en œuvre des standards) porte sur la date de mise en œuvre de ces derniers. Pour répondre à cette question, il convient tout d'abord de s'interroger sur le contexte en termes d'interdépendance européenne. En tenant compte de ces interdépendances, le MIG France avait, à l'automne 2011, fait une première préconisation de calendrier « idéale » en termes de mise en œuvre en France. En tenant compte de l'avancement des différents travaux menés sur la Place, il sera possible alors de définir la vision calendaire optimale.

Les interdépendances européennes peuvent être de deux ordres :

- liées à l'avancement des autres acteurs en Europe,
- liées aux autres projets en cours et aux phénomènes de frottements associés.

Concernant le premier point, il ne sert à rien de mettre en œuvre un standard sans coordination avec les autres acteurs pouvant l'adopter.

Un point d'accord a été défini au niveau européen par le biais de l'Assemblée des MIG ou European MIG pour situer l'implémentation des standards à fin 2013. Le travail des MIGs est lui-même surveillé par le BSG qui pilote cette mise en œuvre, et s'appuie sur la définition et l'interprétation donnée par le CAJWG.

Cette cible de fin 2013 est le résultat du calendrier initial de la mise en œuvre de la plate-forme T2S.

Il est logique de s'interroger sur le lien pouvant exister entre une plateforme de règlement-livraison telle que T2S et la mise en œuvre de standards touchant essentiellement la conservation et non la partie dénouement.

T2S devrait permettre une circulation fluide des titres au niveau européen et non plus seulement domestique. Ainsi, un titre aujourd'hui

situé dans les livres d'un custodian français, peut se retrouver demain dans les livres d'un custodian à l'étranger sans qu'il y ait nécessairement un conservateur français dans la chaîne d'intermédiaires. Si la plateforme peut techniquement fonctionner de façon complètement indépendante des standards OST, opérationnellement, il n'est pas certain que les back-offices soient à l'aise avec différentes définitions en termes de dates de références (Ex Date, Record Date, etc.) d'un côté à l'autre des frontières européennes.

Si la définition des nouvelles dates et de leur chronologie selon les standards doit permettre une réduction des OST sur flux, la gestion de ces dernières sera rendue d'autant plus difficile si les acteurs ne se parlent pas et ne situent pas de la même façon lesdites dates d'un côté ou de l'autre d'une frontière. De fait, la mise en œuvre des standards sur OST se trouve propulsée au stade de prérequis au déploiement de T2S.

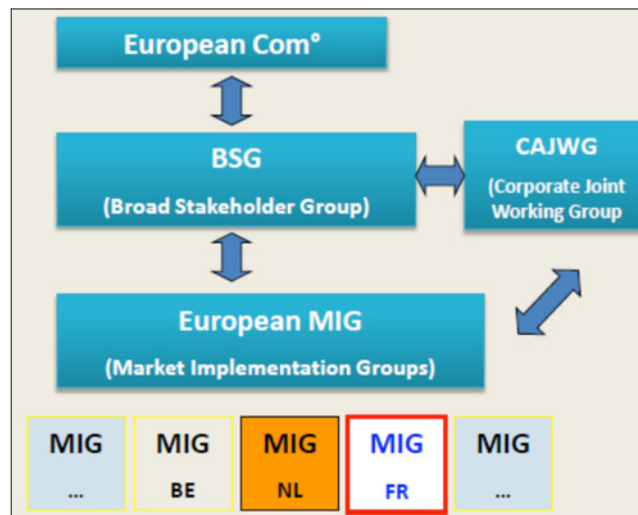
Le second projet qui peut avoir un impact sur nos standards est la réduction du cycle de règlement-livraison à J+2.

En réalité, cette réduction en tant que telle n'a pas d'effet sur le traitement des OST. Son impact résulte simplement de la définition des

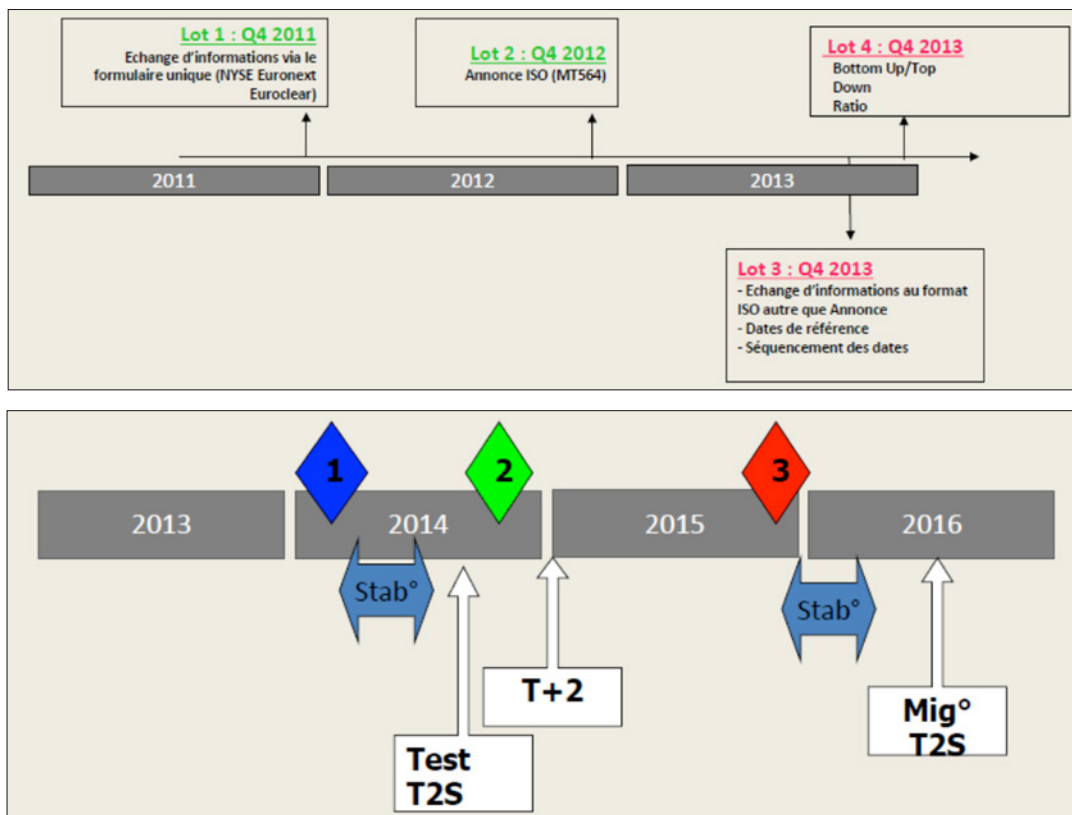
standards, qui, dans certains cas, fait référence à un nombre de jours en termes de cycles de règlement-livraison. C'est notamment le cas de la période finale amenant à la « Market Deadline » dans le cadre d'événements optionnels. Cette Market Deadline correspond à la date au-delà de laquelle le centralisateur de l'OST ne pourra plus déposer les choix auprès du Dépositaire Central.

Dans une mise en œuvre de nouveaux standards avec de nouveaux traitements et de nouvelles organisations, permettre aux opérationnels de s'habituer à un nouvel environnement avant d'en réduire la date de traitement d'un jour apparaît comme une option de « confort » appréciable pour un back-office. L'idée est bien de vouloir habituer la Place aux standards dans leur nouvelle forme, puis de réduire d'un jour les traitements une fois la Place familiarisée avec les nouveaux process. La CSDr située au 1er janvier 2015 l'échéance de passage de l'Europe à J+2.

Il convient de rappeler que la Plateforme ESES n'est pas seulement française mais est partagée avec nos confrères belges et néerlandais. À ce titre, une mise en œuvre doit aussi tenir compte d'une coordination avec nos voisins partenaires d'ESES.



Mise en perspective européenne : quel calendrier optimal ? (fin)



Utilisez la loupe pour zoomer dans les visuels

En tenant compte de ces éléments, le MIG France a émis à l'automne 2011 une première préconisation de calendrier de mise en œuvre. Cette préconisation avait identifié 4 lots.

Les deux premiers touchant essentiellement l'annonce des OST ont déjà été livrés. Deux lots restent à livrer et constituent le cœur du sujet :

- Le lot 3 qui permet, une fois l'annonce effectuée, le traitement des retours, notamment dans le cadre des réorganisations nécessitant un choix à remonter au niveau du centralisateur de l'OST. Du fait de la nouvelle séquence des standards qui fait disparaître les délais traditionnels de centralisation, il est nécessaire que cette remontée se fasse le plus automatiquement possible.
- Le lot 4 qui a trait essentiellement au processus de traitement des OST (recours au Top Down et calcul des fractions). En France, il existe une particularité sur certains événements qui doivent être organisés en bottom up, c'est-à-dire par la remontée progressive de droits vers le centralisateur de l'OST. Certaines de ces OST sont contraintes de suivre ce type de traitement en France

pour des raisons réglementaires. Afin de contourner l'obstacle réglementaire, et plus particulièrement vis-à-vis des intervenants hors des frontières, une méthode dite mixte a été définie, mélangeant bottom up et top down, qui permet de neutraliser les effets du bottom up à l'égard des investisseurs étrangers tout en permettant au custodian logé en France de respecter la réglementation strictement française.

À l'origine, le lot 3 devait être livré en Q4 2013, suivi du lot 4 également en Q4 2013. À l'époque, le MIG avait notamment émis l'idée que ces deux lots pourraient être livrés de façon fusionnée.

Aujourd'hui, les travaux approfondis réalisés dans le cadre de la rédaction du cahier des charges HDR et du complément HDD permettent de constater que 2013 n'est pas une échéance réaliste.

Par ailleurs, l'European MIG de juin 2012, a noté que plusieurs MIGs ne seraient pas prêts à fin 2013 pour mettre en place les standards. Le CAJWG a donc effectué un travail de priorisation de certains standards à l'été 2012 pour déterminer quoi mettre en place en priorité. Le MIG a donc refait son travail de préconisation

et a défini trois options possibles en termes de cibles de mise en œuvre. Chacune de ces options suppose logiquement de rester en dehors des saisons d'OST :

- Option 1 : Être prêt avant la saison des OST 2014 et avant les tests de la Plateforme T2S mettant en jeu les dépositaires centraux et T2S.
- Option 2 : Consiste à situer la bascule de la Place après la saison des OST de 2014 et avant la réduction d'un jour de nos cycles de règlement-livraison. Cela permet un rodage avec la saison d'OST 2015 avant l'arrivée de T2S.
- Option 3 : Consiste à se situer après la saison des OST 2015. L'inconvénient majeur de cette option serait de se mettre dans une situation où nous n'aurons eu qu'une seule saison d'OST avant T2S pour roder à la fois les systèmes mais aussi la Place.

Actuellement, l'option optimale apparaît être l'option 2 qui reste un calendrier tendu mais réaliste de mise en œuvre, sachant que si l'on se rend indépendant du passage à T+2, cette mise en œuvre pourrait se situer idéalement à fin 2014 avec un léger glissement sur le tout début 2015. ■

L'analyse d'impact pour le post-marché

Olivier Pierre

Associé, OTC Groupe ONEPOINT

Depuis plus de quatre ans maintenant, la place de Paris s'est mobilisée dans le cadre du groupe d'experts OST, avec pour objectif d'analyser et de transposer les standards du CAJWG sur nos pratiques nationales. Nous en sommes à ce jour à la phase finale de rédaction des livrables qui seront prochainement diffusés à la Place et permettront aux participants de les prendre en compte.

Pour mener à bien ces travaux, nous nous sommes appuyés sur différents éléments qui ont permis d'alimenter nos échanges :

- Les standards élaborés par le CAJWG constituant pour nous la référence, avec pour objectifs, la déclinaison de ces standards sur les pratiques nationales.
- La norme ISO 15022 à laquelle nous nous référons tout au long de nos travaux pour adapter les flux d'échanges entre acteurs relatifs aux OST.
- Et puis bien sûr le cadre réglementaire national, qui nous fixe les limites légales de l'application des standards.

Tout cela nous a amenés à la rédaction de trois livrables : H2D (concernant l'harmonisation des OST de distribution de titres), HDR (pour les OST de réorganisation) et un livrable final sur les flux de centralisation qui décrit les échanges entre intermédiaires pour l'application des standards.

Pour la réalisation de nos travaux, nous nous sommes attachés en premier lieu à en préciser le périmètre.

Tout d'abord, en tenant compte des spécificités de chaque type d'acteur :

- les émetteurs,
- les centralisateurs,
- les dépositaires,
- les TCC, y compris les teneurs de registres,
- NYSE Euronext,
- LCH.Clearent SA, sur la partie OST flux notamment.

L'impact des standards est différent pour chacun d'entre eux.

Ensuite nous avons précisé quels sont les types d'instruments financiers impactés par cette réforme, à savoir :

1. Toutes les valeurs de droit français admises chez un dépositaire européen négociables sur le marché centralisé de la zone ESES. Nous nous sommes principalement focalisés sur Euroclear France, même si nous avons parfois été contraints de regarder ce qui se passait sur ce sujet chez nos voisins.
2. Les warrants et les certificats.
3. Les produits de taux.
4. Les trackers.

Les OPCVM ne sont pas dans le périmètre des standards. En revanche, il nous a semblé intéressant d'étudier si la messagerie ISO pouvait être utilisée pour les échanges d'informations relatives aux OST dont ils font l'objet afin d'en maximiser l'utilisation. Suite à cette analyse, aucune contrainte majeure n'est apparue qui pourrait constituer un obstacle à l'utilisation des messages ISO pour les opérations sur OPCVM.

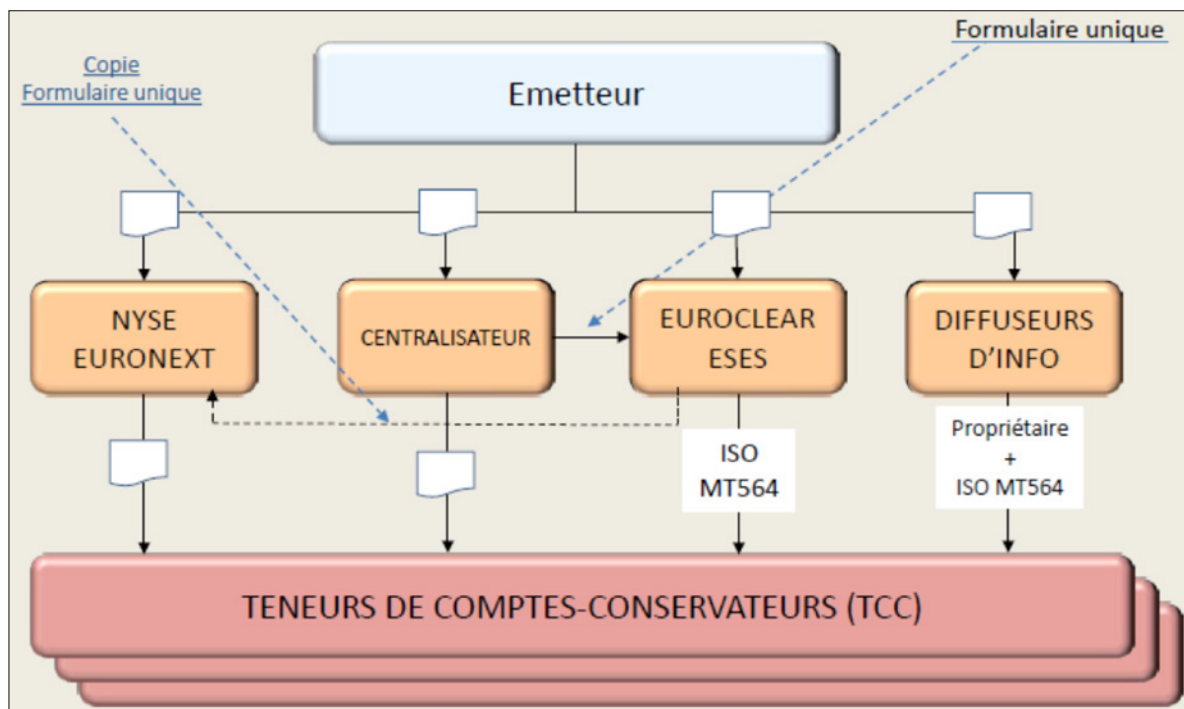
Une fois le périmètre défini, nous avons travaillé sur l'adaptation des process OST que sont l'annonce des opérations, le traitement lui-même et le reporting.

Concernant l'annonce des OST, il est nécessaire de rappeler que l'émetteur de la valeur sur laquelle porte l'opération a un rôle primordial. En effet, c'est lui qui définit et annonce les caractéristiques ainsi que les modalités de mise en place des opérations sur titres. De ce fait, il doit avoir conscience des contraintes techniques liées à l'application des opérations et des adaptations liées à la mise en œuvre des standards.

Les standards prévoient explicitement que l'émetteur informe directement le dépositaire central des modalités de traitement des opérations sur titres, puis que ce dernier informe ses participants, par voie de support électronique.

Un tel dispositif existe déjà chez au sein de la zone ESES. Ce dispositif devrait être optimisé en automatisant un certain nombre d'étapes pour réduire les ruptures de charges et les risques associés. Néanmoins, il n'est pas question à ce stade que les autres supports d'information existants, tels les avis Euronext sur lesquels encore beaucoup de back-offices travaillent, la documentation que produisent les centralisateurs ou encore les flux transmis par les rediffuseurs d'informations dans le cadre des relations commerciales qu'ils ont avec leurs clients, disparaissent au profit exclusif de la messagerie ISO.

L'analyse d'impact pour le post-marché (suite)



Concernant le process, il est important de préciser la notion de key dates clairement décrites par le CAJWG et qui sont un élément très structurant pour la mise en œuvre des standards.

Ces key dates permettent d'harmoniser le séquençage dans le traitement de chaque catégorie d'opération, pour permettre un traitement unifié des opérations au sein de la zone T2S.

Effectivement, dans le cadre d'échanges de titres cross-border à horizon T2S plus encore qu'actuellement, il sera nécessaire que les différentes parties identifient précisément la qualité des titres échangés au regard des OST qui peuvent les affecter.

Au travers de ces key dates, les standards proposent également une optimisation des délais s'écoulant entre l'annonce d'une opération et la livraison du produit de l'opération à son détenteur final.

Cette optimisation passe par des processus d'échange rationalisés, normalisés et plus fluides entre les acteurs. En cela, la norme ISO 15022 et les messages liés à l'annonce et

au traitement des opérations apportent une réponse.

Comme vu précédemment, les standards identifient deux grandes familles d'opérations : les distributions et les réorganisations qui constituent l'objet de nos deux cahiers des charges.

Les opérations de distribution sont celles par lesquelles l'émetteur d'un instrument financier distribue aux détenteurs un produit titre et/ou espèces. C'est notamment le cas des dividendes ou des attributions de titres nouveaux.

Les opérations de réorganisation sont celles par lesquelles l'émetteur impose ou propose l'« échange » des titres existants contre des titres nouveaux et/ou des espèces. C'est le cas des dividendes optionnels ou encore des remboursements en espèces.

Pour les opérations de distribution et de réorganisation obligatoires, les standards préconisent l'application d'un traitement « Top down » visant à appliquer ces opérations directement dans les comptes des détenteurs, à partir des éléments fournis par l'émetteur en excluant des phases intermédiaires. À titre

d'exemple, nous pouvons citer les opérations de division et le détachement de droits.

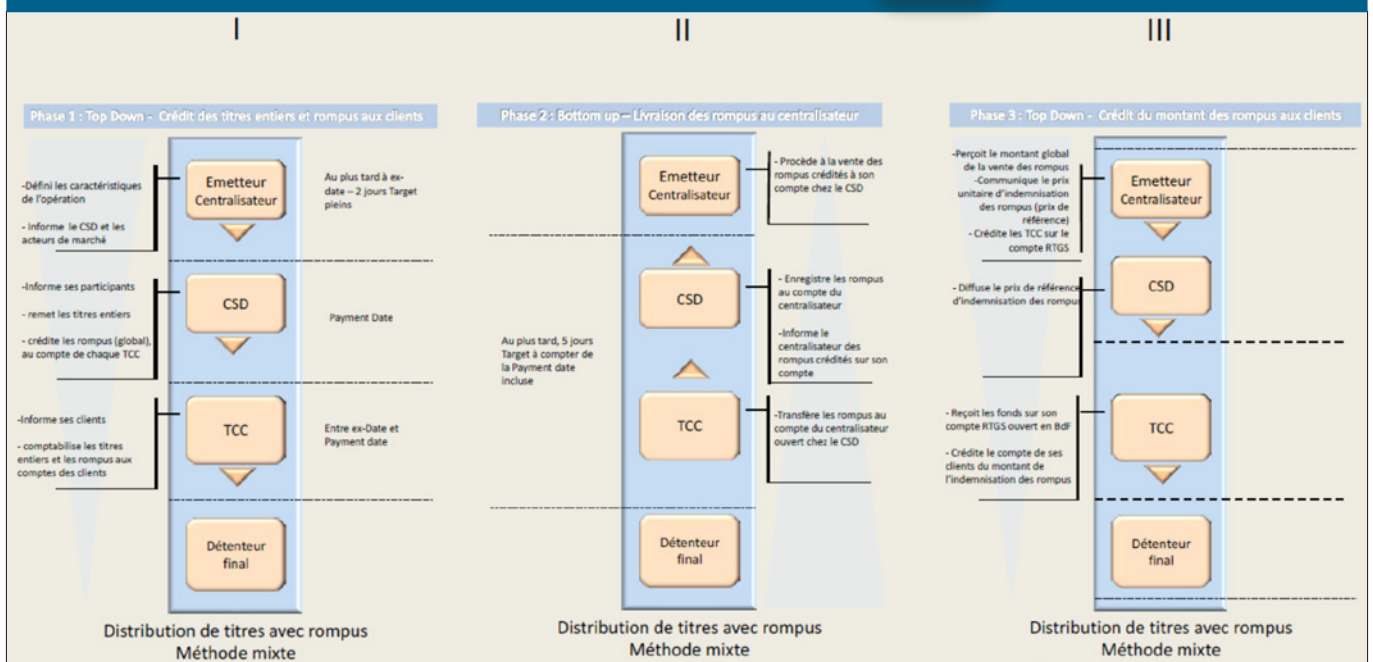
Les flux de traitement sur ces opérations se limitent aux messages ISO MT566 pour informer de l'application de l'opération.

Toutes les distributions ne font pas appel à des modalités de traitement simples. Effectivement, dès lors que les caractéristiques de l'opération nécessitent la remise de fractions de titres nouveaux, les modalités de traitement diffèrent.

Dans le processus tel que nous le connaissons à ce jour pour ce type d'opération, le détenteur des titres se voit attribuer un droit à participer à la distribution par titre détenu ; charge à lui d'acheter ou vendre des droits pour se conformer à la parité annoncée par l'émetteur, puis de remonter ses droits au centralisateur pour que ce dernier lui retourne le produit de l'opération une fois celle-ci constatée.

Ce processus implique de nombreuses étapes et une durée de traitement relativement longue. Il est donc apparu nécessaire d'étudier, pour ce type d'opération, un mode de traitement proche de l'esprit des standards et permettant d'en optimiser le traitement.

L'analyse d'impact pour le post-marché (suite)

Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel

Deux modes de traitement sont possibles, en fonction des contraintes réglementaires attachées à l'opération ou du choix de l'émetteur :

- traitement top down : distribution des titres entiers et indemnisation des fractions par les TCC.
- traitement mixte : top down de distribution des titres entiers et des titres représentant des fractions, puis bottom up transfert par les TCC des titres représentant des fractions auprès du centralisateur en vue de leur indemnisation.

Concernant les OST de réorganisation, certaines s'imposent au détenteur et d'autres lui offrent le choix de participer ou non à l'opération.

Dans le cas d'une réorganisation obligatoire avec options, le détenteur a le choix entre différentes options, mais à défaut de choix, une option par défaut lui est imposée.

Les réorganisations volontaires sont les opérations qui proposent plusieurs options possibles mais pour lesquelles le détenteur n'a pas d'obligation à participer à l'opération.

Pour les opérations nécessitant un choix de la part du détenteur final (ex: dividende optionnel), l'exercice de l'option s'effectue selon un traitement dit « Bottom up » impliquant la remontée des instructions des détenteurs pour participer à l'opération vers le centralisateur.

Certaines opérations de réorganisations obligatoires telles les échanges ou divisions peuvent donner lieu à des traitements avec fractions. Dans ce cas, le processus est le même que celui décrit pour les OST de distribution avec fractions.

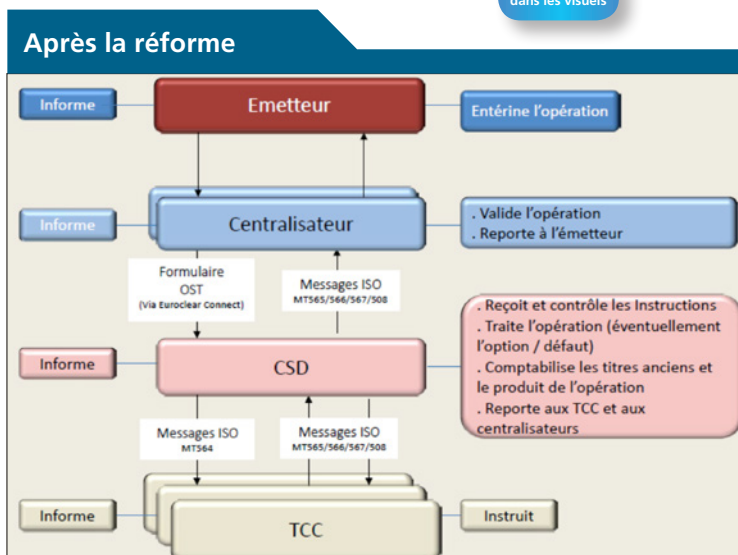
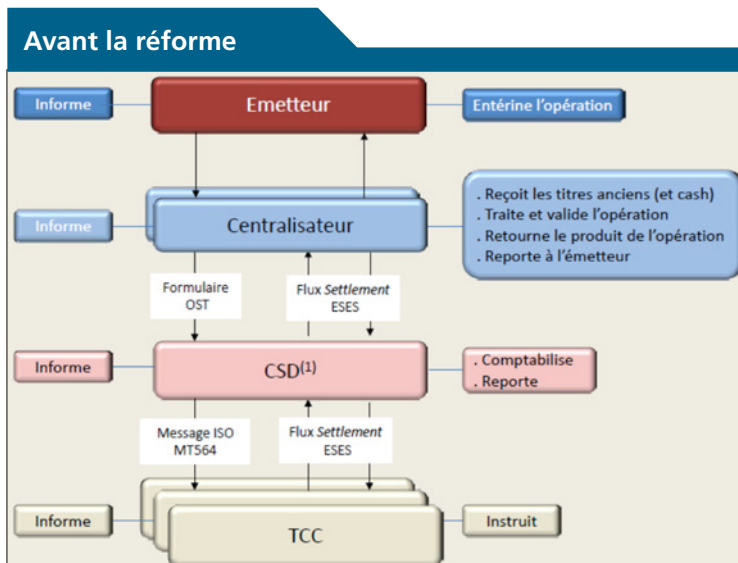
En ce qui concerne le traitement des opérations avec options, volontaires ou obligatoires, le rôle des acteurs dans la chaîne de traitement ne va pas évoluer dans la mesure où le centralisateur aura toujours la responsabilité de la réalisation de l'opération vis-à-vis de l'émetteur. En revanche, la réalisation opérationnelle de l'opération va se déplacer. Ainsi, Euroclear pour la zone ESES renforce son positionnement d'opérateur de la plateforme de centralisation des opérations, dans la mesure où il centralisera la réception des instructions de participation aux OST

(Messages ISO MT565), appliquera l'opération et retournera aux Teneurs de Comptes Conservateurs le produit des opérations. Le centralisateur sera informé de l'ensemble des instructions transmises à Euroclear, et validera par des mécanismes de feux verts, l'ensemble des remises de titres et/ou d'espèces.

Pour ce qui concerne le traitement des OST sur flux, les fonctionnalités déjà présentes sur la Plateforme ESES étant assez proches des standards, aucune évolution dans leurs modalités de traitement n'est proposée, si ce n'est bien sûr le positionnement d'une ex-date, un cycle de règlement-livraison avant la date de paiement pour les distributions de titres, qui de ce fait, limitera le nombre de régularisations effectuées.

Lors de nos réflexions sur la transposition des standards, même si nous avons toujours gardé à l'esprit l'implémentation de T2S pour en envisager les impacts sur le traitement des OST, nous nous inscrivons dans un timing où la réforme sera implémentée avant T2S. En conséquence, les livrables n'intègrent pas les impacts T2S, notamment pour le traitement des OST sur flux.

L'analyse d'impact pour le post-marché (fin)



En synthèse, nous pouvons dire que la mise en œuvre des standards aura des conséquences principalement :

- sur les process et procédures internes liés à l'implémentation des key dates,
- sur les systèmes d'information pour l'intégration de la messagerie ISO,
- sur la gestion des informations entre les différents acteurs du fait de l'utilisation exclusive de cette messagerie tant pour l'annonce que pour le traitement des OST.

Enfin, au-delà des impacts techniques

liés à l'application des standards, la mise en œuvre de la réforme va nécessiter de revoir les process et les procédures internes des établissements, mais également l'organisation des échanges entre les acteurs.

La mise en œuvre de cette organisation doit s'effectuer de façon synchronisée pour la place française puisque tous les acteurs doivent appliquer ensemble et au même moment les standards.

Un pilotage de Place est donc nécessaire pour la réalisation de ce projet.

Questions

Michel Karlin

AMF

Je voulais vous poser deux questions. La première sur les OPCVM : Pourquoi est-ce que les OPCVM ne font pas partie de vos travaux ? Et du coup, est-ce que ça ne va pas créer des difficultés si pour ce domaine-là il n'y aura pas de standardisation ?

Olivier Pierre

Des standards ont été élaborés ou sont en cours d'élaboration, non pas au travers des travaux du CAJWG sur les fonds mais dans d'autres instances (l'European Fund Asset Management Association – EFAMA).

Les OPCVM n'étant pas négociés sur les marchés centralisés, et donc sans standardisation des délais de règlement-livraison, il n'est pas simple d'appliquer aux OST les concernant une ex-date avant la date de paiement, et de façon générale, de standardiser le processus OST sur ces instruments.

Ensuite, en creusant un peu le sujet avec les spécialistes « fonds » des différents établissements que l'on a conviés lors de nos travaux, nous avons pu mettre en évidence que pour des OST de réorganisation, il y avait des process très particuliers et assez complexes pour les OPCVM. Ces process nous auraient obligés à revoir de façon très profonde les modalités de traitement des réorganisations sur les OPCVM. Ainsi, ce type d'élément ne peut être traité dans le cadre des standards.

Néanmoins, nos travaux ont permis de confirmer qu'il est possible d'utiliser la messagerie ISO pour véhiculer les informations relatives au traitement des OST.

Michel Karlin

Ma deuxième question est complètement différente et porte sur le centralisateur. Est-ce que pour les professionnels que vous êtes et dans les travaux que vous avez menés, le fait que le centralisateur ne fasse l'objet d'aucune réglementation, représente une gêne ou n'est pas un problème ?

Olivier Pierre

La notion de centralisateur sur les OPCVM est très différente de la notion de centralisateur pour les opérations sur titres. Quand on parle de centralisateur pour les OPCVM, on est plutôt dans le cadre de la centralisation des souscriptions-rachats alors que pour les opérations sur titres on est dans le cas de la centralisation du traitement et de l'application d'un mandat de l'émetteur. À vrai dire, nous n'avons pas recherché quelles pouvaient être les contraintes réglementaires qui encadreraient ce rôle du centralisateur. Nous nous sommes surtout attachés à son rôle et à sa fonction au sein du process de traitement des opérations sur titres. ■

La conduite du projet de Place

Marcel Roncin

Président de l'AFTI

La transposition des standards européens sur les OST est un projet de Place car elle implique d'avancer ensemble pour permettre une migration ordonnée, mais également pour être au rendez-vous des échéances à venir.

C'est par ailleurs un projet complexe, appelant des solutions communes. Nous aurons à régler certains points auxquels nous n'aurons pas pensé et nous aurons à faire émerger ensemble des solutions de dépannage, sachant que dans vos Maisons, ce sont plusieurs départements qui vont être concernés. Enfin, beaucoup d'intervenants et tous les acteurs de la chaîne sont impliqués.

Projet de Place, donc, dans cette logique, nous allons créer un comité de pilotage avec des missions classiques :

- définir le planning de Place,
- suivre l'avancement du projet chez les différents acteurs,
- arbitrer les points qui vont nous venir du Comité Opérationnel,
- assurer la communication sur le projet.

Ce comité de pilotage va être large. Il faut que nous soyons nombreux autour de la table et que personne ne manque à l'appel.

Ainsi, nous invitons, entre autres, l'AFG, les émetteurs, les teneurs de comptes conservateurs, les départements CIB des banques, les infrastructures, les associations professionnelles, des structures spécifiques comme l'Agence France Trésor, les régulateurs, etc.

Le comité de pilotage se réunira tous les 2-3 mois.

À côté du comité de pilotage, une autre structure va assurer le suivi du projet : le Comité Opérationnel. Il devra être au plus près du projet. Il traitera les points fonctionnels en suspens et saisira le comité de pilotage en cas de besoin.

Nous avons commencé à travailler à sa composition. Nous allons également lancer une expression de besoins, car tout ceci ne peut pas se faire sans un prestataire qui soit le fil rouge de l'opération.

Ce prestataire nous accompagnera au comité de pilotage, mais également dans l'animation du comité opérationnel. Un appel d'offres sera lancé avec en vision un démarrage au début de l'année 2013. Cet accompagnement durera de 18 à 24 mois.

Le comité opérationnel se réunira environ tous les 15 jours.

Il faut bien évidemment un plan de communication. Nous allons viser très large.

Nos cibles sont les émetteurs, les centralisateurs, les teneurs de comptes conservateurs, les régulateurs, les autres marchés de la zone ESES, les instances de Place compétentes, les médias.

Concernant le mode de communication, nous aurons recours aux moyens suivants : événementiels, revues spécialisées, notes d'information, site internet de l'AFTI, communiqués

de presse, formation, communications du CFONB Comité Français d'Organisation et de Normalisation Bancaires.

Les contraintes qui encadrent la réalisation de notre projet sont, pour rappel, les suivantes : T+2, T2S, les évolutions réglementaires inhérentes à la migration OST, l'intégration des impacts de MIF2, EMIR, SLR, et Swift.

L'heure est à la mobilisation.

De nombreux points de détail dont on n'aperçoit pas tous les aspects aujourd'hui nous attendent probablement. Nous les réglerons au fur et à mesure, et c'est pour cela que la foire aux questions ainsi que d'autres outils seront utilisés pour partager l'accès aux informations que nous serons en capacité de livrer au fur et à mesure.

Le comité de pilotage et le comité opérationnel seront constitués pour début 2013. ■

Table ronde

Animée par **Olivier Pierre**, Directeur, OTC Groupe ONEPOINT

Participants :

Éric Bey, Head of Corporate Actions, NYSE Euronext

Frédéric Beck, Head of custody operations, BP2S

Thomas Brian, Product Management ESES, Euroclear

Christophe Bonte, Policy Advisor, Fédération Bancaire Européenne
Secrétaire, Broad Stakeholder Group - BSG

Yvon Lucas, Chargé de mission auprès du Directeur général des opérations de la Banque de France
membre, T2S Board

Laurent Chalivoy, Pilotage de projets de Place, SGSS

Olivier Pierre

Il nous a semblé intéressant de pouvoir réunir autour d'une Table ronde et de faire intervenir les différents acteurs de la chaîne de traitement des Opérations sur Titres.

Les participants présents ont bien voulu se prêter au jeu en acceptant de répondre aux quelques questions que je poserai et en nous apportant les éclairages nécessaires sur les sujets qui sont de leur ressort :

- Éric Bey, Head of Corporate Actions chez NYSE Euronext,
- Frédéric Beck, Head of custody operations chez BP2S, qui fera valoir le point de vue des teneurs de comptes conservateurs,
- Thomas Brian, Product Management ESES chez Euroclear, qui travaille avec nous sur ces travaux dans le cadre du groupe expert,
- Christophe Bonte, Policy Advisor, Fédération Bancaire Européenne et Secrétaire du Broad Stakeholder Group - BSG,
- Yvon Lucas, Chargé de mission auprès du Directeur général des opérations de la Banque de France et membre du T2S Board,
- Laurent Chalivoy, (Pilotage de projets de Place chez SGSS).

Christophe Bonte, nous avons vu que ces standards présentés tout au long de cette séance s'inscrivent dans une perspective large de réglementation, mais pouvez-vous nous éclairer concernant les efforts qui sont faits dans le monde du post-marché sur la mise en place de ces standards, et notamment en Europe.

Christophe Bonte

Cela fait plus de dix ans que l'Europe tente d'harmoniser le post-marché. En ce sens, on pourrait dire qu'Alberto Giovannini est un peu aux standards ce que Robert Schumann est à l'Europe : à la base du projet sans pour autant en porter le nom. Il a été souligné à plusieurs reprises aujourd'hui que ces standards s'inscrivent dans les fameuses barrières Giovannini ayant été identifiées par ce groupe d'experts que M. Giovannini a présidé et qui avait été commandé par la Commission européenne au début des années 2000.

Concrètement, ces standards sont une réponse à l'un des obstacles les plus importants à l'achèvement du marché intérieur pour le post-marché.

Au début, une très large responsabilité avait été donnée à l'industrie pour trouver des solutions en ce qui concerne les barrières techniques. Le Commissaire en charge du marché intérieur à cette époque était un libéral, M. McCreevy, ce qui explique l'approche tendant à donner cette responsabilité à l'industrie.

Ces standards sont aussi l'une des dernières expressions de la self-regulation en matière d'harmonisation européenne du post-marché. Entre-temps est venu T2S. Aujourd'hui, pour que T2S soit viable et efficace, il faut harmoniser un certain nombre de choses. Ces standards s'inscrivent parfaitement dans cette démarche et ne sont plus quelque chose qu'il faudrait avoir, mais bien quelque chose d'indispensable pour la réalisation de T2S.

Puis, la crise financière est arrivée, lors de

laquelle les pouvoirs publics ont commencé à s'intéresser aux infrastructures : les CCP dans le cadre d'EMIR ; les CSD dans le cadre du règlement-livraison.

Nous nous sommes également intéressés aux activités que ces infrastructures fournissaient dans le cadre du prochain règlement sur les CSD. Il existe toute une partie concernant l'harmonisation des processus en matière de dénouement. Ces législations européennes ont pour but quasi exclusif de stabiliser ces infrastructures et de rendre plus sûrs les services qu'elles offrent, notamment en matière de dénouement.

Si l'objectif des standards est d'harmoniser les pratiques des marchés pour les rendre plus efficaces, ces standards trouvent toute leur importance dans la nouvelle réglementation européenne qui vise à donner plus de stabilité et de sécurité aux marchés financiers.

En effet, plus d'efficacité signifie moins de complexité donc moins de risques opérationnels et ainsi plus de sécurité.

Pour terminer, ces standards ne doivent pas être vus de manière isolée mais bien s'inscrire dans le projet T2S.

Il convient de mentionner que la future législation sur l'harmonisation des titres contiendra très probablement dans ses grands principes ce qui sous-tend les standards. À savoir une obligation pour chaque acteur de la chaîne de communiquer l'information de haut en bas et de bas en haut. De plus, l'ESMA sera très certainement invitée à définir des standards opérationnels.

À ce sujet, il y a un travail à faire pour sensibiliser l'ESMA et le régulateur sur les standards

Table ronde (suite)

que l'industrie est en train de mettre en place, ceci afin d'éviter que l'on se retrouve avec des standards différents de ceux sur lesquels l'industrie travaille, et éloignés de la réalité du marché. À ce titre, il convient de rappeler que les standards en matière d'OST reflètent les 'best market practices'.

Olivier Pierre

Faire des standards pour des standards est sans intérêt, l'important est que ces standards soient utiles à l'ensemble de l'industrie et répondent à un besoin.

Vous avez évoqué l'imbrication de T2S et de ces standards, la nécessité que l'ensemble de ce dispositif soit mis en place de façon cohérente.

Yvon Lucas, vous qui êtes très proche du projet T2S, pouvez-vous nous resituer l'organisation de ce projet et surtout l'implication des opérations sur titres dans ce cadre ?

Yvon Lucas

Outre mes activités à la Banque de France, je

suis également membre depuis le début du board en charge du projet T2S, et je préside l'Harmonisation Steering Group qui suit la mise en place des standards.

T2S est un large projet visant à créer une plateforme commune de règlement-livraison à laquelle tous les CSD européens ont vocation à se raccorder. Parmi les bénéfices attendus de ce projet, outre le fait d'utiliser un même outil informatique pour le règlement-livraison des titres en Europe, il y a aussi l'effet d'entraînement de ce projet vis-à-vis de l'harmonisation du post-marché.

La cartographie des travaux législatifs et d'harmonisation en cours au niveau européen en donne une vision synthétique.

L'Advisory group au centre, dans lequel toutes les composantes du marché des titres sont représentées, joue un rôle essentiel pour le suivi et la validation des standards. En dépit du grand nombre de participants à cette instance, elle a, depuis le début du projet T2S, démontré sa capacité à prendre à temps les

orientations nécessaires dans le domaine de l'harmonisation du post-marché.

L'Advisory group a créé à cet effet un certain nombre de groupes de travail en charge des opérations sur titres, des messages ou des opérations transfrontalières. Il appartient à ces groupes de définir les solutions devant ensuite être appliquées dans l'ensemble des marchés concernés.

L'Harmonisation Steering Group est quant à lui chargé de vérifier l'avancement des travaux de définition des standards, et, une fois ces derniers stabilisés, de suivre leur mise en œuvre. Depuis le mois de juin, seuls les marchés dont le CSD a adhéré à T2S font l'objet de ce suivi. Les autres marchés tels que le marché anglais, peuvent pour autant décider de mettre en œuvre les standards définis dans le cadre de T2S.

Il convient d'insister sur l'importance des chantiers législatifs en cours en Europe dans le domaine du post-marché, EMIR, CSDR ou SLD, qui sont bien sûr extrêmement structurants.

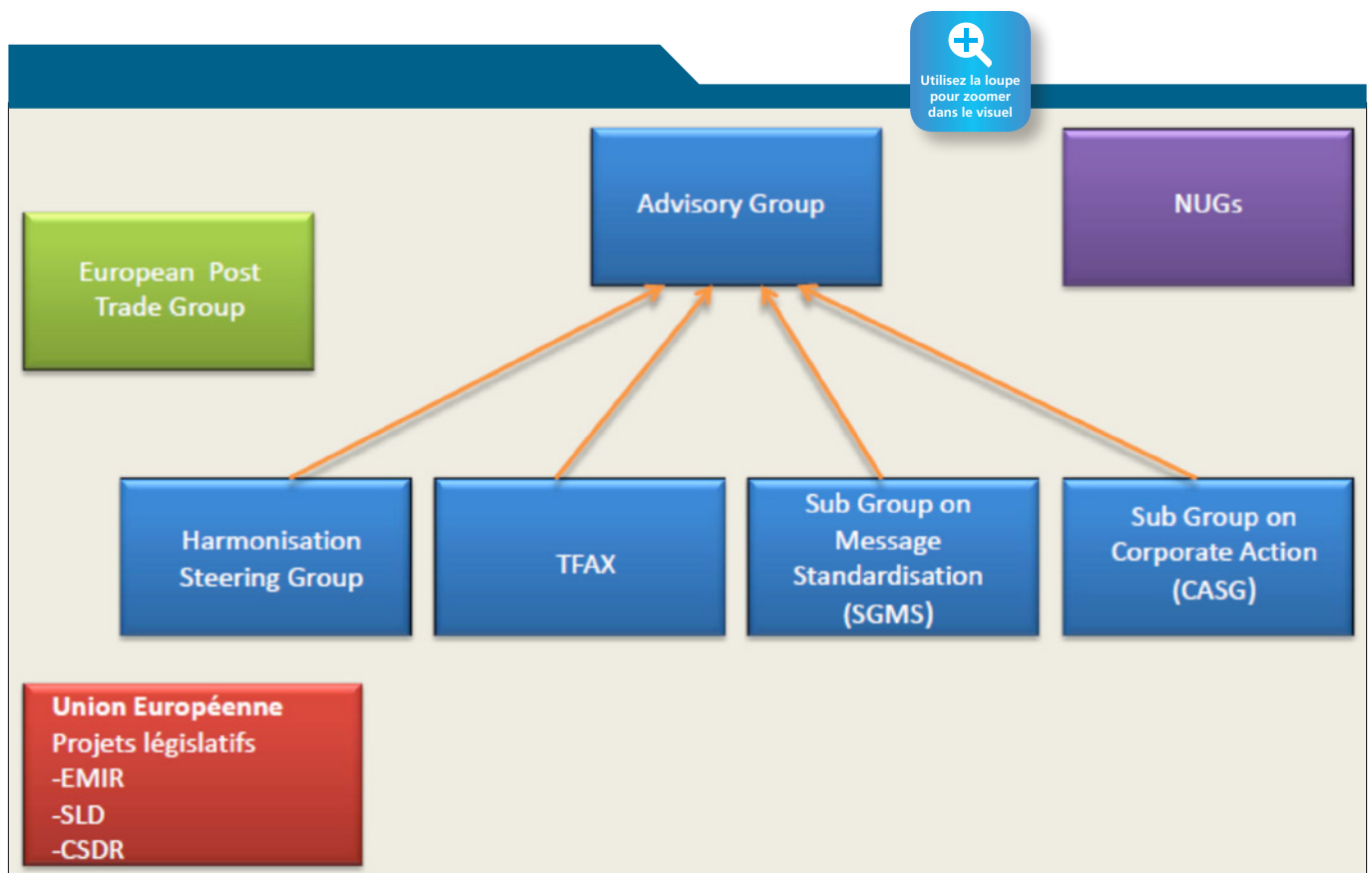
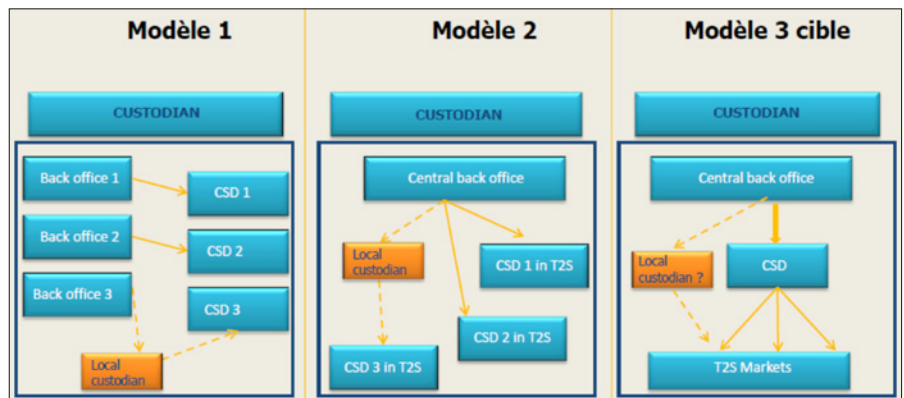


Table ronde (suite)

T2S va faciliter la mise en œuvre des liens entre les CSDs participants, en automatisant leur gestion. La très large circulation transfrontalière des titres au sein du système qui va en résulter devrait se traduire par des évolutions très significatives de l'organisation des acteurs, CSDs et banques, souvent illustrées par les trois modèles suivants :

- Le modèle 1 illustre la situation actuelle dans laquelle les banques sont en relation avec des CSDs émetteurs qui leur assurent le service sur les titres en conservation.
- Le modèle 2 représente une situation intermédiaire dans laquelle les établissements tireront bénéfice de l'harmonisation apportée par T2S sans pour autant nécessairement modifier les liens qu'ils ont aujourd'hui avec les CSD émetteurs auxquels ils participent.



- Le modèle 3 illustre la possibilité qu'auront les établissements de consolider leurs opérations auprès d'un nombre plus limité de CSDs. Une telle évolution nécessite une évolution de l'offre des CSDs qui devront être en mesure de proposer des services dits « Investor CSD » pour continuer à déli-

vrer à leurs participants une information de qualité non seulement sur les titres qui sont émis sur leurs livres, mais aussi pour les titres émis sur les livres d'autres CSDs.

Le schéma suivant illustre où nous en sommes dans le suivi de l'harmonisation.



	2011	2012	
High	1 iso messages	G	G
	2 matching fields	G	G
	3 schedule	G	G
	4 x-csd	Y	G
	5 T2S CA	G	G
	6 SFI	Y	G
	7 SF II	G	G
	8 SF III	G	G
Low	15 Accounts numbering	N/A	G
	16 Market CA	G	G
	17 Issuance	Y	Y
	18 With Tax	G	G
	19 Trans Tax Shareholders	G	G
	20 Transparency	Y	Y
	21 Funds	R	R

	2011	2012	
High	1 iso messages	X	G
	2 matching fields	X	G
	3 shedule	X	G
	4 x-csd	X	X
	5 T2S CA	G	G
	6 SFI	X	G
	7 SF II	G	G
	8 SF III	X	G
	9 Law applicable	X	X
	10 Outsourcing	X	X
	11 Sett Discipline	X	X

T2S Markets / CSDs (23)	T2S ISO 2002 messages	T2S Matching fields	T2S Schedule of settlement day	CA T2S standards on flow (% of compliance)	Settlement finality III	Settlement finality III	Omnibus accounts	CA market standards on Stock (% of compliance)	Securities amount data
CSD X									
CSD Y						No info			
CSD Z								No info	
CSD XX									No info
CSD XY	No info					No info			

Table ronde (suite)

La première tâche de l'Harmonisation steering group consiste à s'assurer que pour chaque standard, nous disposons d'une définition précise de ce qu'il convient de faire. En parallèle pour chacun des standards, une ou plusieurs entités sont désignées pour assurer le suivi de la mise en œuvre. Enfin, la situation des marchés T2S vis-à-vis de l'application des standards fait l'objet d'un suivi particulier.

En début d'année prochaine, nous disposerons pour la première fois d'un tableau précis de la situation par marché avec des indicateurs d'avancement pour la mise en œuvre des standards. Ce tableau figurera dans le troisième rapport d'étape de l'Harmonisation Steering Group qui devrait être publié fin février.

Olivier Pierre

Pour rebondir sur votre deuxième slide, nous voyons bien, dans le modèle 3 « cible », l'importance des standards pour faire en sorte que les échanges se fassent de façon complètement uniforme entre les différents CSD qui seront reliés et qui communiqueront au travers de la plateforme T2S. Ainsi, ce modèle cible justifie complètement les travaux que nous sommes en train de mener sur ces standards.

Nous avons beaucoup parlé tuyauterie, standards, normalisation. Au milieu de tout cela, les émetteurs, peu familiers avec ces sujets mais qui sont à l'origine des opérations sur titres, peuvent peut-être voir ces évolutions avec un peu d'inquiétude.

Laurent Chalivoy, pourriez-vous nous parler de l'état d'esprit des émetteurs? Observent-ils donc avec inquiétude, ce qui serait assez légitime, ces travaux pour lesquels ils ont été jusqu'à présent assez peu souvent sollicités, même si nous les en avons tout de même tenus informés?

Laurent Chalivoy

Je ne suis pas un émetteur pur. Je représente un agent d'émetteurs et je vais essayer de retranscrire leur voix. Les émetteurs sont évidemment concernés par ces évolutions qui vont redéfinir les modalités opérationnelles de traitement des opérations sur titres. Toutefois, ils ne se sont pas encore mobilisés autour de ce sujet particulièrement

technique. Actuellement, les émetteurs sont plutôt enclins à confier l'implémentation des standards aux professionnels de l'industrie des titres.

Cela ne veut pas dire pour autant qu'ils ne s'intéressent pas au sujet.

Au contraire, ils s'interrogent sur un certain nombre de questions légitimes :

- « Comment garantir que les opérations seront traitées avec la même qualité qu'elles le sont aujourd'hui ? » Les émetteurs cherchent à savoir si la sécurité des opérations sera toujours garantie et si les actionnaires verront leurs droits sauvegardés.
- « Y aura-t-il des modifications dans le montage des opérations sur titres ? »
- « Ces modalités se verront-elles impactées par les différents acteurs qui gravitent autour du montage des opérations sur titres ? »
- « Les actionnaires et investisseurs réagiront-ils différemment demain une fois les standards implémentés ? »

Les émetteurs sont plutôt confiants concernant les bénéfices que va apporter la mise en œuvre de cette réforme, mais ils s'interrogent sur l'intérêt les concernant.

Cette interrogation porte sur deux sujets sensibles :

1. Les délais de centralisation vont-ils pouvoir être réduits, et de fait les résultats de l'opération sur titres pourront-ils être communiqués plus tôt ?
2. La mise en place de ces standards aura-t-elle un impact sur les coûts de traitement des opérations sur titres ?

Je suis ravi de constater qu'une des parties du plan d'action de l'AFTI est consacrée au plan de communication. Actuellement, si les émetteurs sont encore éloignés de ces préoccupations, c'est probablement dû à un déficit d'information.

Cependant, nous allons entrer dans une ère de communication qui devrait permettre de fédérer davantage des acteurs se sentant moins concernés par ces standards tels que :

- les émetteurs,
- des cabinets d'avocats spécialisés travaillant sur le montage des OST,
- les CIB des banques qui n'ont pas encore été parties prenantes sur la mise en œuvre de ces standards.

Ce plan de communication doit impérativement raccrocher ces acteurs car ils seront les premiers acteurs de la réalisation des opérations sur titres implémentées avec les nouveaux standards.

Les actionnaires et les investisseurs devront être également couverts par un plan de communication car ils auront également à appréhender les nouvelles façons d'opérer sur les marchés avec les évolutions implémentées. Cette communication devra probablement passer par les émetteurs et les Teneurs de Comptes Conservateurs.

Olivier Pierre

Ce sont effectivement des sujets que nous avons eu souvent l'occasion d'évoquer lors de nos groupes de travail. Nous avons tout à fait conscience que sur certains points, les émetteurs ont leur mot à dire et doivent être assez rapidement informés des contraintes les concernant ainsi que des nouvelles modalités de traitement des opérations.

Quelqu'un veut-il réagir aux propos de Laurent Chalivoy autour de cette table ?

Éric Bey

Je souhaite rebondir sur la coordination avec la partie CIB et les cabinets d'avocats qui représentent les émetteurs. En effet, côté NYSE Euronext, nous voyons très souvent dans la partie amont du design d'un corporate action ou de montage de l'opération, que ces intervenants ne sont pas toujours pleinement conscients des conséquences en termes de traitement. C'est pour cette raison que nous avons récemment évoqué avec Sylvie Vernet-Gruot qu'il serait sûrement nécessaire et pertinent de monter un petit groupe de travail regroupant les agents d'émetteurs et CIB. Ce groupe aurait pour but de les sensibiliser aux enjeux relatifs aux standards CAs et aux aspects qu'ils doivent systématiquement intégrer dans leur montage d'opérations afin de prévenir un certain nombre d'écueils au moment de l'implémentation effective des évolutions liées aux standards CAs.

Olivier Pierre

C'est effectivement tout l'enjeu du plan de communication évoqué tout à l'heure.

Table ronde (suite)

Frédéric Beck

Je rebondis sur l'aspect « risques » que vous mentionniez tout à l'heure, parce que je pense que nous standardisons principalement pour réduire les risques liés à ces opérations qui sont très complexes. Ainsi, les émetteurs comme tous les autres intervenants devraient y trouver des bénéfices.

Olivier Pierre

Réduire les risques et les délais de traitement pour pouvoir traiter l'opération le plus rapidement possible et dans les meilleures conditions de sécurité pour le détenteur.

Thomas Brian

Par rapport à ces éléments de risques, dans les outils que nous souhaitons offrir à la communauté financière, nous avons bien veillé à prendre ces aspects en compte et à offrir un certain nombre de mécanismes qui permettent de s'assurer du bon déroulement des opérations, du bon contrôle et de la bonne finalité. Ce sont des aspects que nous avons essayé d'intégrer en amont afin de coller le plus possible aux besoins des agents mais également des teneurs de comptes.

Olivier Pierre

Ce sont tous les messages qu'il faudra effectivement porter auprès des émetteurs pour les rassurer sur la mise en place de ces standards. Coté NYSE Euronext, vous êtes souvent en amont de l'information sur les OST pour les valeurs qui sont cotées sur vos marchés.

Éric Bey, pouvez-vous nous parler de l'impact pour NYSE Euronext et l'implication du groupe dans la mise en place de ces standards ?

Éric Bey

Je voudrais déjà rappeler qu'en tant qu'entreprise de marché, nous avons une relation privilégiée avec les émetteurs qui sont cotés sur nos différents segments. Nous les accompagnons de manière régulière tout au long de l'année et sommes effectivement en lien avec eux bien en amont de la mise en œuvre d'une opération sur titres. Ceci est fait en coordination avec leur CIB et leurs avocats-conseils. Lorsque nous observons des schémas ou des montages qui semblent complexes à gérer ou qui ne sont pas en ligne avec les pratiques de marché d'un pays ou d'un autre, nous nous

coordonnons avec les autres infrastructures de marché que sont LCH.Clearent SA et Euroclear, et également avec les centralisateurs – mandataires d'émetteur – afin d'assurer une bonne compréhension globale de l'opération à venir et de son déroulement.

Ensuite, nous avons un rôle d'information aux marchés via les notices Euronext. Ces notices sont diffusées à l'ensemble de la communauté financière, autant à nos market members qu'aux custodians et aux data vendors qui souscrivent à nos offres de service de Market Data. Ces notices vont évoluer pour prendre en compte les différents aspects évoqués tels que les nouveaux types de dates ou les nouveaux concepts liés aux standards.

Enfin en termes de traitement ou d'exécution d'une opération sur titres, nous sommes concernés par trois grands aspects :

- La bonne mise à jour du référentiel de trading (caractéristiques des instruments, prix de référence etc.),
- Les ajustements des produits dérivés pour lesquels nous sommes émetteurs,
- L'ajustement de nos indices.

À côté de ce rôle d'infrastructure de marché, nous avons également une « casquette » un peu particulière sur les marchés de Paris et Lisbonne qui est celle d'agent centralisateur pour un certain nombre d'opérations. Nous sommes donc également la voix des émetteurs de ce point de vue-là. À Paris, il s'agit principalement des offres publiques OPA, OPE, etc. Nous nous conformerons donc aux évolutions induites par les standards CA et aux développements à venir sur la plateforme ESES pour pouvoir continuer à gérer correctement ces opérations.

Quel intérêt représente ces standards pour NYSE Euronext ?

Tout d'abord, nous encourageons fortement la mise en place des standards Corporate Actions et de manière plus générale toute forme de convergence des pratiques de marché. NYSE Euronext opérant des marchés sur plusieurs pays, nous sommes convaincus que cela donnera plus de lisibilité pour les émetteurs et leurs actionnaires, et que cela permettra de mieux préserver les droits des investisseurs/actionnaires lorsqu'ils interviennent sur les marchés. Ceci est évidemment

très important pour nous en tant qu'entreprise de marché.

Ensuite, cela va nous permettre de simplifier un certain nombre de process et procédures, synonyme de plus d'efficacité et de sécurité en termes de traitement. Du point de vue du trading, cela permet d'avoir des modes opératoires plus fluides et d'éviter par exemple des changements de codes ISIN, pour des bonnes ou mauvaises raisons, souvent historiques. Nous profitons également de ce chantier pour harmoniser nos propres règles de marché dans les différents pays sur lesquels nous opérons. Ainsi, nous nous inscrivons également dans la démarche générale de convergence des pratiques de marché.

Olivier Pierre

Éric, vous évoquez le fait qu'en tant qu'établissement centralisateur, vous vous conformez pour certaines opérations aux évolutions qui seraient livrées par Euroclear.

À ce sujet Thomas, pouvez-vous nous indiquer comment la mise en œuvre de ces standards va impacter les services fournis par Euroclear, notamment sur la partie custody ?

Thomas Brian

Sans passer en revue la liste exhaustive des évolutions de services que nous allons devoir implémenter pour supporter ces projets H2D et HDR, nous pouvons identifier trois axes principaux sur lesquels notre système d'information ESES va devoir évoluer :

- Évolution des principes de comptabilisation : Nous sommes entre le centralisateur et le TCC et nous avons pour vocation d'appliquer comptablement l'OST. Pour être en ligne avec les préconisations découlant de ces standards, nous allons devoir faire évoluer nos process de manière à gérer plus directement les distributions et les réorganisations, et gérer les parties fractionnelles.
- Évolution des OST à choix : Actuellement, elles sont traitées sur certains marchés via des instructions de settlement. Afin de basculer sur l'organisation préconisée par ces standards, il va falloir implémenter à la fois des nouveaux moyens de communication, les fameux messages ISO MT 565, ainsi que des moyens annexes comme des écrans pour certains membres de marché. Il va également falloir améliorer le reporting

Table ronde (suite)

(où en est-on dans l'OST, les positions déjà exercées, celles restant à exercer, la date limite pour exercer les options dans le cadre de ces OST), mais aussi les outils de contrôle et de monitoring pour les centralisateurs (quel est le déroulement de l'OST, les custodians ayant déjà pris part, les quantités déjà exercées sur les différentes options et quel serait le résultat de l'OST si elle se déroulait aujourd'hui).

- La messagerie ISO qui est déjà en grande partie implémentée sur le système ESES, mais pour laquelle nous continuons à identifier un certain nombre d'améliorations à réaliser (exemple: la possibilité de router à des adresses techniques différentes des messages en fonction du rôle du destinataire du message).

Ces trois axes synthétisent l'ensemble des évolutions de services que nous avons pu identifier jusqu'à maintenant. Il est important de mentionner que nous avons essayé de ne pas travailler en isolation et de faire valider dès le départ le contenu de ces propositions par le marché.

Nous avons réalisé ces travaux avec le marché français, mais également avec le reste de nos utilisateurs. Nous sommes également dépositaire central sur les marchés néerlandais et belge et nous nous sommes assurés que ces évolutions n'allaient pas à l'encontre de leur organisation et de leurs pratiques de marché.

Olivier Pierre

Je vais passer la parole à Frédéric Beck en tant que représentant d'un global custodian.

Frédéric, de ce point de vue de teneur de comptes conservateur, quels sont les bénéfices et les inconvénients de la mise en place de ces standards ?

Frédéric Beck

Les inconvénients se résument aux coûts d'investissement. Notre établissement a une dizaine d'implantations en Europe et pas toujours les mêmes plateformes. Ainsi, l'implémentation de nouveaux standards implique une revue des systèmes en place, pays par pays. Ces coûts d'investissement ne nous paraissent cependant pas très importants car, dans la mesure où nous sommes un global custodian, les nouvelles fonctionnalités décrites dans les standards nous sont déjà

familiales. C'est donc principalement dans la connectique liée à T2S que se trouvent les coûts d'investissement les plus importants des années futures.

Concernant les avantages, on retrouve en premier lieu les coûts ! En effet, pour un établissement multi-locations comme BNP Paribas Securities Services, l'harmonisation devrait représenter une diminution des coûts d'investissement à moyen terme. Les modifications toucheront un seul processus au niveau européen ; il faut s'attendre à moins de spécificités et à des développements mutualisés. Par ailleurs, la standardisation des processus représente également une opportunité de créer des équipes centralisées de back-offices sur des processus opérationnels simplifiés.

Marcel Roncin parlait en introduction d'un processus industriel ; je compléterai en parlant d'un processus industriel encore en voie d'industrialisation. En effet, beaucoup reste à faire pour automatiser les processus actuels, et la mise en place des standards ne signifie pas automatisation.

De fait, les standards posent un cadre global mais les Opérations Sur Titres sont de plus en plus complexes et restent du ressort des émetteurs. Ainsi, il ne faut pas s'attendre à une disparition de la complexité sur des événements auxquels s'ajoutent des considérations fiscales nouvelles.

Sur le marché Français, il faut également rappeler que la mise en place de H2D et HDR reste dépendante des évolutions de la plateforme du CSD, notamment l'utilisation des messages de traitement des instructions (MT565).

Comme évoqué précédemment, le bénéfice de la mise en place de standards réside en grande partie dans une volonté de limiter les risques liés aux OST. Cette démarche a ainsi donné l'opportunité au marché français d'engager une réflexion commune sur les bonnes pratiques et sur l'amélioration du traitement de processus complexes et risqués. La mise en place d'une référence commune (COAF) ou la standardisation de l'ordre des options en sont de bons exemples.

Maintenant, pour un établissement global comme BNP Paribas Securities Services, nous attendons beaucoup de bénéfices avec la mise en place de T2S, qui apparaît comme

un véritable catalyseur de changement. T2S influe sur l'intégration européenne en simplifiant les processus et en donnant un accès plus facile aux marchés européens. Cela nous permet d'envisager des offres de service plus globales, de rationaliser nos plateformes au niveau européen, de mutualiser et donc de réduire nos coûts.

Marcel Roncin

Quel va être le changement vis-à-vis des émetteurs comme des clients finaux ? Dans le travail commun que nous allons engager, il faudra que nous ayons des éléments de langage simples pour répondre à cette question. Il faudra rassurer et informer tous les acteurs.

Question de la salle

Est-ce que les techniques pourraient, en matière d'assemblée et de diffusion des informations sur les assemblées générales, être utilisées ? Ou est-ce que c'est déjà dans le scope ?

Pierre Colladon

Les standards sur General Meetings font eux-mêmes l'objet de standards spécifiques. Ils sont séparés car le traitement n'est pas le même que pour les OST. C'est une mise en œuvre en cours de définition et il n'y a donc pas une avancée aussi forte sur la partie General Meetings que sur la partie OST.

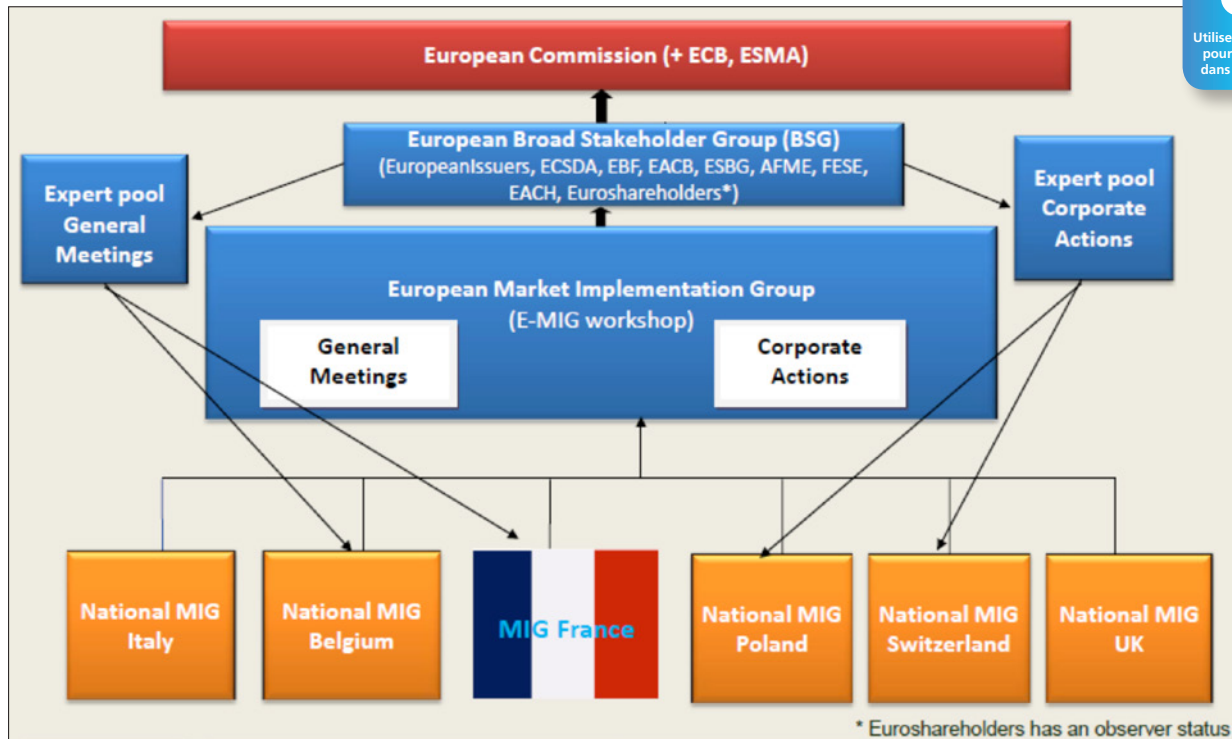
Edwin de Pauw

Il est vrai qu'en assemblée générale, il faut communiquer entre l'émetteur et l'investisseur final. Quand un investisseur final veut voter, si le vote électronique est autorisé, cela ressemble fort à une instruction d'exercer un droit dans une OST. Ainsi, le groupe chargé de définir les standards a fait référence aux standards OST pour en retirer un maximum de bénéfices.

Olivier Pierre

Votre question fournit une excellente transition pour la suite. En effet, le schéma proposé par Christophe Bonte va lui permettre de nous présenter le mode de fonctionnement au niveau européen de l'élaboration de ces standards et de montrer comment les autres pays abordent ce sujet de standardisation.

Table ronde (suite)

**Christophe Bonte**

Le schéma ci-dessus montre clairement que la France ne fait pas cet exercice toute seule.

Les efforts qui ont été menés jusqu'à présent en France sont extrêmement constructifs puisqu'ils participent à l'élaboration d'un projet d'harmonisation européen, voire pan-européen puisque la Suisse et la Norvège participent également à cette initiative.

Qui dit projet européen dit forcément gouvernance européenne.

Les MIGs, en bas de l'image, sont constitués d'experts en OST et leur composition varie d'un pays à l'autre. Il en existe une trentaine environ. Idéalement, chaque MIG devrait comprendre des représentants d'émetteurs, des infrastructures de marché et des intermédiaires.

Dans certains pays, les MIGs se sont élargis aux fournisseurs de services financiers ainsi qu'aux autorités publiques :

- banque centrale,
- superviseur,
- régulateur.

Les MIGs sont responsables de la mise en œuvre des standards au niveau national car c'est à ce niveau que se trouvent les obstacles

ainsi que l'expertise pour les éliminer.

L'industrie ne peut pas agir de manière isolée. Lorsque dans certains cas des changements sont nécessaires dans la loi, il faut ainsi s'adresser aux autorités publiques nationales. Les coordinateurs de ces MIG se réunissent tous les 6 mois dans le cadre d'un workshop appelé le European MIG (E-MIG). Ils y présentent :

- le bilan,
- les progrès réalisés dans la mise en œuvre des standards au niveau national,
- les difficultés rencontrées.

Ce système instaure le principe d'une évaluation par les pairs permettant de rechercher une compréhension et une interprétation commune en Europe des standards.

Les résultats de ces discussions sont ensuite communiqués à une instance supérieure : le Broad Stakeholder Group (BSG). Ce dernier est un groupe de l'industrie présidé par la Fédération Bancaire Européenne et composé de membres des associations européennes représentant les différents acteurs actifs dans la chaîne des titres.

Il s'agit des associations européennes car ce sont elles qui ont validé les standards au nom de leurs membres.

Ces standards sont de deux ordres :

- les standards sur les OST,
- les standards sur les assemblées générales qui sont moins avancés.

Nous voyons donc que le BSG fait l'interface entre le marché, les MIG qui se réunissent au niveau du E-MIG et les autorités publiques européennes envers lesquelles nous communiquons l'état d'avancement de la mise en œuvre des standards au niveau européen.

Pourquoi les autorités publiques européennes ?

- car ces standards sont la concrétisation de l'élimination d'une des barrières essentielles qui avait été identifiée par le groupe Giovannini.

- car nous nous sommes engagés, en validant ces standards vis-à-vis de la Commission européenne, à les mettre en œuvre.

Nous communiquons également les résultats de ces bilans à la Banque Centrale Européenne, le lien avec T2S étant essentiel, ainsi qu'à l'ESMA dans la perspective de son implication croissante dans certains domaines opérationnels, notamment dans le contexte de la future réglementation sur l'harmonisation des titres.

Table ronde (fin)

Le BSG n'est pas un organe technique mais politique. Il a pour rôle de :

- donner l'impulsion politique,
- promouvoir les standards,
- s'assurer que les MIGs sont opérationnels,
- résoudre les questions horizontales,
- être en relation directe avec les instances de T2S.

Le BSG a aussi à sa disposition deux groupes d'experts ayant élaboré et développé les standards.

Ces groupes ont été maintenus parce que nous avons estimé que l'expertise qui était en leur sein était indispensable. Cela s'est avéré exact dans le contexte de l'extension de ce processus aux marchés d'Europe centrale et de l'Est où des MIGs ont vu le jour très récemment suite à de gros efforts fournis en début d'année. Ces MIGs ont fait appel à ces groupes d'experts pour leur expliquer de manière plus précise comment fonctionnent ces standards.

Concernant la situation actuelle, le chemin est encore long et sinueux mais nous avançons. Des progrès considérables ont été faits depuis que les MIGs rapportent sur leurs progrès dans l'application des standards. La méthodologie a été mentionnée et est la même que pour T2S. Il s'agit des feux de circulation vert, orange et rouge si les règles nationales sont compatibles ou non avec les standards. On peut dire que 85 à 90 % des règles nationales sont conformes aux standards. Ces chiffres ne représentent évidemment pas grand-chose si les 10 % restants représentent les standards essentiels, nécessaires à la mise en œuvre des autres standards. C'est la raison pour laquelle nous concentrons actuellement toute notre attention sur ces 10 %. L'une des illustrations est la priorisation qui a été faite au sein du groupe d'experts pour les corporate actions.

Pour conclure, je dirais que nous rencontrons deux difficultés :

- Les émetteurs ne sont pas suffisamment impliqués dans le processus. Nous essayons de travailler là-dessus, et je pense que les bénéfices pour les émetteurs ont été soulignés à cette table.
- Contrairement aux pays d'Europe centrale et de l'Est qui se sont lancés avec motivation dans cette aventure, les pays de la « vieille Europe » font face à des héritages

légaux, juridiques et bureaucratiques qui les empêchent de progresser suffisamment vite. T2S semble cependant avoir déclenché un nouveau départ, comme le confirme l'intérêt pour l'Amphi de ce jour.

Olivier Pierre

Le titre de notre amphi était « le coup d'envoi ». Le ballon est lancé ; il y aura certainement quelques dribbles mais maintenant, l'important est qu'il arrive dans les buts avant la fin de la partie !

Je vous remercie. ■

Spécial Amphi

Periodique édité par l'AFTI.


 La dynamique du post-marché

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
Réalisation : Café Noir

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

ISSN en cours