

Spécial Conférence

Harmonisation européenne du traitement des Opérations sur Titres



En partenariat avec



Numéro 32

Sommaire

p. 1

Introduction

Marcel Roncin

p. 3

Organisation européenne pour la levée des barrières

Marcel-Éric Terret

p. 10

Les travaux de l'AFTI pour la levée de la barrière 3

 Hugh Palmer
Olivier Pierre

p. 18

Une réforme en appelle une autre : la fiscalité

Alain Grand

p. 22

Table ronde : Lever la barrière 3 : quels impacts pour nos métiers du post-trade?

Éric Dérobert

p. 28

Conclusion

Bruno Gizard

Introduction

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

Bonjour à tous,

Merci d'être venus si nombreux pour assister à notre conférence sur l'harmonisation européenne des OST, organisée en partenariat avec la Fédération Bancaire Française et le Comité Français d'Organisation et de Normalisation Bancaires (le CFONB).

Les opérations sur titres représentent l'un des cœurs de métiers de l'AFTI. Elles concernent en effet l'ensemble des événements survenant durant la vie d'un titre.

Ce mécanisme initié par les émetteurs pour informer leurs actionnaires et les intermédiaires financiers, et plus globalement le marché, des initiatives qu'ils prennent concernant leur titre, est au centre d'un véritable processus industriel, qui est mis en œuvre pour réaliser, dans un minimum de temps, un grand nombre de tâches, dans les conditions de sécurité les plus rigoureuses.

Bien sûr, il existe une grande variété de formes, et de taille d'opérations sur titres. Beaucoup d'entre elles portent sur des volumes réduits ou moyens, un certain nombre concerne en revanche des grands corporates et le nombre d'investisseurs concernés peut dans certains cas atteindre plusieurs dizaines, voire des centaines de milliers, à l'instar de ce que

l'on a connu pour les grandes ouvertures de capital, pour les privatisations etc. Processus industriel donc.

Le Code monétaire et financier, le code de Commerce ainsi que le Règlement général de



Introduction

l'Autorité des Marchés Financiers, principalement dans son Livre II relatif aux émetteurs et à l'information financière, encadrent le traitement des OST en France.

Les avis fournis à l'occasion des OST par l'émetteur et l'entreprise de marché complètent le dispositif.

Au plan pratique, nous distinguons :

- ▶ Les OST de distribution, qui sont des opérations obligatoires, dites aussi OST simples à l'occasion desquelles il est remis un produit aux investisseurs (un dividende, par exemple).
- ▶ et les opérations facultatives, c'est-à-dire avec choix possible du porteur qui sont des opérations plus complexes pouvant se traduire par la réorganisation du titre (OPA/OPE/souscriptions etc.)

Les OST mettent en scène un circuit complexe d'intervenants allant de l'émetteur, le donneur d'ordres initial, à l'investisseur, en passant par une chaîne d'intermédiation qui part de l'entreprise de marché et des rediffuseurs, et passe par les services aux émetteurs, les teneurs de comptes conservateurs, les centralisateurs et le dépositaire central.

On voit ainsi qu'un délai minimum est nécessaire pour boucler l'opération. Sans entrer dans les détails, trois temps principaux sont observés dans le déroulement d'une opération sur titres :

- ▶ **le délai d'annonce**, qui doit intervenir avant la date de démarrage de l'opération.
- ▶ *Nous recommandons que ce délai ne soit pas inférieur à deux jours ouvrés précédant cette date.*
- ▶ **le délai marché**, qui fixe la date limite de dépôt des instructions des investisseurs auprès de leur teneur de comptes conservateur, dans le cas naturellement où l'avis du porteur est requis.
- ▶ *Nous recommandons que ce délai ne soit pas inférieur à 5 jours ouvrés.*
- ▶ **le délai de centralisation**, qui fixe la date limite de dépôt chez le centralisateur des instructions des investisseurs, via les teneurs de comptes - conservateurs.

▶ *Nous recommandons, dans le cas où l'OST nécessite la livraison des titres, un délai minimum de 5 jours ouvrés, qui courrait donc entre la date de clôture de l'opération pour les clients, et celle de livraison au centralisateur.*

Les recommandations dont je viens de faire état figurent dans **un code de bonnes pratiques des centralisateurs d'opérations financières**, en cours de finalisation à l'AFTI avec le concours de l'ANSA et du CFONB. Ces propositions mettent en évidence l'importance du rôle du centralisateur dans la mise en œuvre et la gestion technique de l'opération sur le marché.

Ces délais forment souvent un minimum minimum pour la profession lorsqu'il s'agit d'une OST de masse avec l'information d'un grand nombre de porteurs retail et la nécessité d'intégrer toutes leurs réponses dans les délais requis.

Globalement, nous observons une contraction de ces délais depuis plusieurs années, compte tenu de la volatilité des marchés et des impératifs liés aux obligations de l'émetteur et des services d'origination des établissements financiers concernés.

Cela pose d'ailleurs une question dans le cadre de l'harmonisation européenne du traitement des OST qui est notre sujet aujourd'hui : dans ce domaine aussi les textes et les pratiques devraient se rapprocher au sein de l'Union européenne, de sorte que le calendrier de déroulement des OST soit, à terme, globalement homogène d'un pays à l'autre.

Concernant l'harmonisation des OST en Europe :

Je vais être bref sur ce second point qui sera repris en détail par les intervenants qui me succéderont.

Le premier rapport Giovannini identifiait en novembre 2001 trois origines fondamentales aux freins empêchant le libre exercice des OST en Europe : des raisons techniques, des raisons d'origine juridique et enfin d'origine fiscale, dont la somme donnait 15 barrières. La barrière 3 sera particulièrement l'objet

de nos travaux cet après-midi. Elle porte sur les différences observées entre les réglementations visant les OST et sur le transfert de propriété. Concrètement, l'harmonisation doit concerner à la fois les modalités de traitement des OST et les Assemblées générales où se prennent les décisions relatives aux dites OST.

La Commission européenne, mais également la Banque Centrale Européenne, ont rappelé l'importance qu'elles attachent à la levée de cette barrière, qui est également l'une des priorités du Plan d'action pour les services financiers en Europe.

Il me semble que la Place de Paris a bien préparé cette échéance, et l'AFTI, pour sa part, y a contribué :

- ▶ En faisant adopter en 2003 le code ISIN comme code d'identification unique des instruments financiers en France.
- ▶ En organisant la mise en place en avril 2006 de l'harmonisation du transfert de propriété des instruments financiers, désormais conforme aux standards des grandes places financières internationales.
- ▶ En lançant, en 2007, le record date pour le vote en AG et en engageant le processus de dématérialisation des process de vote pré-AG.
- ▶ En commandant enfin, via son « Market Implementation Group France » (ou groupe MIG France) une première étude sur l'harmonisation des dates des OST de distribution, et en budgétant une seconde étude sur l'harmonisation des dates des OST de réorganisation.

Cela étant, beaucoup reste à faire.

Nous devons poursuivre dans la voie de l'harmonisation européenne, et, parallèlement, veiller à rendre les processus dévolus aux OST cohérents et compatibles avec les évolutions qui interviennent par ailleurs dans le domaine des infrastructures, s'agissant des plates-formes ESES d'Euroclear et Target 2 Securities de l'Eurosystème.

Je vous remercie. ■

Organisation européenne pour la levée des barrières

Marcel-Éric TERRET, DG Markt Unité G2, Commission Européenne



Avant d'introduire l'action de la Commission Européenne en matière de démantèlement des barrières Giovannini, je souhaite vous présenter l'organisation de la DG Markt.

C'est l'une des 27 grandes directions générales de la Commission Européenne, une des plus anciennes, elle est spécialisée dans les services et est organisée autour de 8 directions numérotées de A à H; les directions F, G et H traitent des questions financières. Ce sont ces directions qui ont la paternité de la plupart des directives et règlements européens en matière financière. Le commissaire McCreery est en charge de la DG Markt qui est dirigée par Jörgen Holmquist. David Wright est quant à lui responsable des directions à caractère financier.

La direction G est spécialisée dans toutes les questions relatives aux marchés financiers. Elle traite des questions MiFID, OPCVM, des grandes négociations internationales ainsi que, avec l'Unité G2, des infrastructures européennes des marchés financiers. La direction G est dirigée par Emil Paulis et l'Unité G2 est dirigée par Mario Nava.

Je vais vous rappeler les barrières Giovannini et la philosophie que la Commission poursuit dans le démantèlement de ces barrières, avant de revenir plus en détail sur la barrière 3 relative aux OST.

Historique et présentation des barrières Giovannini

Historique

La Commission Européenne a beaucoup réglementé en matière de marché, de nombreuses directives régissent les conditions d'accès au marché notamment les agréments bancaires, les services d'investissement, et les règles « d'acquisition des droits » sur les marchés, c'est-à-dire l'activité commerciale proprement dite avec les directives relatives au prospectus, au droit des actionnaires et à l'organisation des prestataires de services sur les marchés (MiFID notamment).

En revanche, il y a eu très peu de législations sur la manière dont on exerce ces droits, et notamment en ce qui concerne les OST, qui sont l'un des objets du rapport Giovannini sur les barrières qui font obstacle au bon traitement des droits acquis sur les marchés. Les seuls éléments de législation dans ce qu'il est convenu d'appeler le post-marché sont la directive sur la finalité de 1998 qui a contribué fortement à augmenter la certitude juridique en matière de traitement de certains droits lorsque les titres transitent par un système de règlement/livraison des titres, et la directive Collatéral de 2002 qui a sécurisé les conditions de constitution et de réalisation des garanties financières.

En dehors de ces directives, il y a très peu de législations sur le post-marché. Une des causes de cette absence de législation est l'absence d'expérience opérationnelle de

la Commission, qui regroupe peu d'opérations et qui a des difficultés à obtenir des retours des différentes places, en particulier sur un sujet aussi aride que celui des OST. C'est la raison pour laquelle la Commission a très vite soutenu l'approche industrielle qui a été défendue par le groupe Giovannini en 2001.

Par le passé, la Commission a déjà essayé de créer ou de rassembler du « know how » dans le domaine du post-marché. Pendant longtemps, il s'est agi de rapports spéculatifs. Ce n'est qu'à partir du moment où nous avons réellement investi l'industrie dans ce travail que nous avons commencé à progresser.

En 2001, vous avez le premier rapport Giovannini qui identifie une quinzaine de barrières telles qu'elles sont perçues par le marché. Le rapport Giovannini n'est pas un rapport des pouvoirs publics qui s'adresse à l'industrie; c'est au contraire un rapport de l'industrie qui s'adresse aux pouvoirs publics et à d'autres industriels.

La démarche que vous trouvez dans le rapport Giovannini est une démarche à structure constante: dans le rapport il n'est nullement mentionné la nécessité de concentrer davantage les marchés financiers et de susciter des fusions entre grands groupes financiers. Le rapport Giovannini essaie de répondre à la question: que peut-on faire à structure et à infrastructure constantes pour améliorer le traitement du post-marché et en particulier les OST? Ainsi, le projet T2S initié par les banques centrales n'était pas prévu dans l'agenda du groupe Giovannini. Il s'agit d'une initiative industrielle indépendante qui va certes sans

Organisation européenne pour la levée des barrières

L'action de la Commission Européenne depuis 2001

Année	Europe	International
● 2001	Publication du 1 ^{er} rapport Giovannini (novembre)	Recommandations CPSS IOSCO sur les SSS
● 2002	Première Communication de la Commission sur le C&S Communication de la Commission sur le C&S	G30 "Global Clearing and Settlement" : Plan d'Action (nouvelles recommandations G30)
● 2003	Publication du 2 ^e rapport Giovannini (avril) → démantèlement des barrières en 4 ans	
● 2004	Seconde Communication de la Commission sur le C&S (Clearing and Settlement)(avril) → CESAME, FISCO, LCG+ → Directive C&S	Recommandations CPSS IOSCO sur les Contreparties Centrales
● 2006	- Code de Conduite de l'Industrie sur le C&S - Annonce du projet T2S	Rapport final du G30 sur les Recommandations et sur le C&S
● 2008	Lancement du projet T2S	
Prévisions		
● 2009	Recommandations SEBC-CESR	
● 2009	Recommandations de la Commission sur les Principes d'amélioration des procédures pour l'obtention de l'exemption des impositions à la source sur les revenus de titres dans les États membres.	
● 2009	Proposition de la Commission sur un instrument législatif concernant le transfert de titres inscrits en compte.	

doute améliorer et faciliter le démantèlement de plusieurs des barrières Giovannini, mais elle ne relève pas des solutions initialement envisagées par les rapports Giovannini. De ce fait, comme vous le verrez plus loin, les indicateurs « Giovannini » que nous avons élaborés ne mentionnent pas les mouvements de concentration bancaire, ni l'impact d'infrastructures telles que T2S.

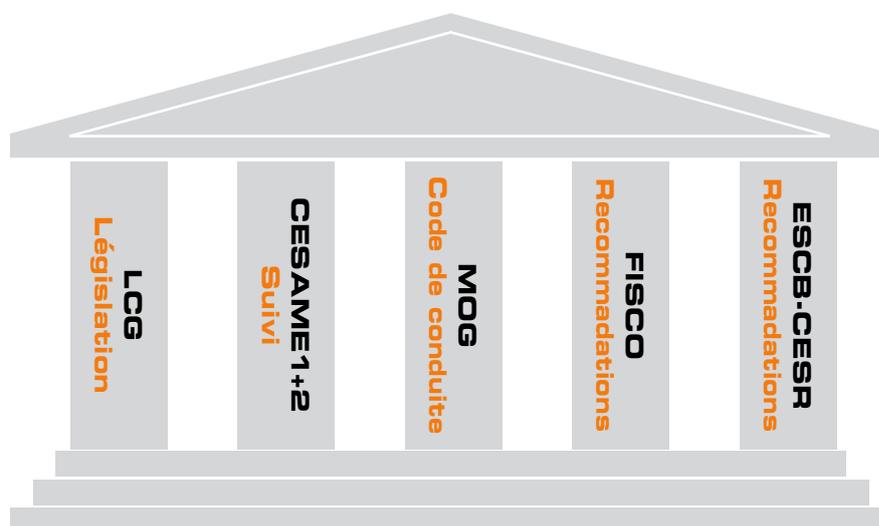
En 2003, le groupe Giovannini, très ambitieux, préconise un démantèlement en 4 ans de l'ensemble des 15 barrières qu'il avait identifiées dans son premier rapport. À cette fin, dès 2004, la Commission publie une communication sur le « Clearing and Settlement », où elle va créer un certain nombre de groupes de travail permettant à l'industrie de mieux travailler. Ce sont des groupes de marché dont la Commission se contente d'exercer uniquement le secrétariat. Ces groupes sont respectivement le CESAME, le MOG, le LCG, le FISCO. Ces groupes fonctionnent de manière très régulière avec, en moyenne, une réunion par mois depuis 5 ans sans compter les réunions de tous les sous-groupes qui se sont créés soit sous l'égide de la Commission, soit

du fait d'initiatives industrielles parallèles aux groupes.

Les 5 modes d'action de la Commission européenne vont passer essentiellement au travers du suivi effectué par des groupes tels que le CESAME, de recommandations telles

que celle qui est attendue de la part de la Commission à la suite des conclusions du FISCO, et au travers d'initiatives législatives. Nous attendons très prochainement une proposition de la Commission qui exprimera les conclusions du LCG.

Les 5 modes d'action de la Commission Européenne



Les barrières Giovannini

Les barrières Giovannini ont été identifiées en 2001 dans un contexte particulier: c'est l'industrie qui s'adresse aux pouvoirs publics. Cependant, les pouvoirs publics ont aussi changé la donne en renumérotant certaines de ces barrières. Il y a 15 barrières, certaines ont un caractère plutôt juridique ou fiscal et nécessitent une intervention des pouvoirs publics pour modifier la législation. D'autres sont purement opérationnelles et peuvent être traitées en grande partie par l'industrie.

Le contenu des barrières Giovannini



Barrières Giovannini ⁽¹⁾

Objectifs réalisés

1. Diversité des plates-formes/interfaces IT	<ul style="list-style-type: none"> Adoption d'un protocole SWIFT-ISO commun d'ici mars 2011 Identification des "gaps" et poursuite du travail en vue de les réduire
2. Restriction sur l'emplacement du C&S & 10. Restrictions sur les "primary dealer" ⁽²⁾	<ul style="list-style-type: none"> Règles MiFID rules sur le choix du lieu de règlement (qui réduit les restrictions sur les marchés secondaires) Signature du Code de Conduite Suivi de la mise en œuvre de MiFID et du Code de Conduite
9. Restrictions sur la localisation de l'émission	<ul style="list-style-type: none"> Recommandation n° 15 du LCG sur la liberté pour l'émetteur de choisir le pays de l'émission
3. Différences des standards nationaux relatifs au traitement des OST	<ul style="list-style-type: none"> Projets de Standards de marché pour le traitement des OST et des AG Recommandations 12-13 et 14 du LCG Standards pour les distributions lors de la phase de mise en œuvre Réflexions sur la réunion de ces standards en un seul document et sur leur mode de mise en œuvre
4. Absence de règlement/ bonne fin intrajournalière 7. Différences des horaires de traitement et de règlement	<ul style="list-style-type: none"> Adoption par l'ECSDA de 10 standards largement mis en œuvre par les CSD Note: le démantèlement de ces barrières a été effectué dans la perspective du CSD de l'émetteur et pas encore dans la perspective du CSD de l'investisseur
5. Obstacles à l'accès distant	<ul style="list-style-type: none"> Règles MiFID sur la non discrimination Les problèmes relatifs à la décentralisation du crédit des banques corrigés par les nouvelles fonctionnalités de Target2 CESAME n'a pas traité le règlement en devises autres que l'euro
6. Différents standards de périodes de règlement	<ul style="list-style-type: none"> Aucun progrès. L'harmonisation des standards (T+x) n'est pas une priorité Adoption de standards pour le matching des dates de pré-règlement Propositions par le marché de solutions de "same-day-affirmation"
8. Différences relatives aux modes d'émission des titres	<ul style="list-style-type: none"> Démantelées
11. Restrictions sur les intermédiaires pour les retenues à la source	<ul style="list-style-type: none"> 1^{er} rapport du FISCO dressant un bilan des pratiques nationales 2^e rapport FISCO proposant des solutions; discuté dans le cadre UE/OCDE Préparation d'une Recommandation de la Commission
12. Restrictions sur la collecte des impôts	<ul style="list-style-type: none"> 1^{er} rapport du FISCO dressant un bilan des pratiques nationales Solution suggérée, discussions bilatérales avec les États membres
13. Absence d'un cadre juridique sur le droit matériel des titres	<ul style="list-style-type: none"> Revue des législations par le LCG Recommandations 1 à 11 du second rapport du LCG
14. Traitement juridique du netting	<ul style="list-style-type: none"> Démantelé pour ce qui concerne le netting du collatéral
15. Conflit de lois	<ul style="list-style-type: none"> FCD et SFD et WUD fournissent déjà une règle PRIMA Retrait de la proposition de signature en Conseil de la Convention de La Haye

⁽¹⁾ **Public barriers** in light italics, **industry barriers bold et underlined**

⁽²⁾ "Coolasped" into barrier 2 by EFC Sub-Committee on EU Government Bonds

Tout d'abord, **la barrière 1** sur « la diversité des plates-formes et des interfaces » est considérée aujourd'hui comme en grande partie démantelée. En quoi cela a-t-il consisté? La diversité des plates-formes et des interfaces concerne les standards de formatage utilisés par SWIFT pour la communication entre les plates-formes. Il ne s'agit nullement d'inciter les pouvoirs publics à créer des systèmes tels

que T2S, il s'agit de demander à l'industrie de s'organiser pour faciliter les échanges entre les différentes plates-formes. SWIFT a pris cet engagement, des normes « ISO » ont été développées afin de mettre en place d'ici mars 2011 une complète inter-connectivité des plates-formes et des interfaces en matière de post-marché.

Organisation européenne pour la levée des barrières

La deuxième barrière constituée par « l'obligation de compenser et de régler les titres sur le territoire national » a été fusionnée avec la barrière 10 relative aux monopoles conférés à certains « primary dealers » nationaux (par exemple pour la souscription d'emprunts publics). Ces restrictions de nature réglementaire ont été en partie supprimées grâce à la MiFID dont les articles 34 et 46 exigent le démantèlement des phénomènes de silos. Je reviendrai plus en détail dans une deuxième partie, sur **la barrière 3** relative aux différences entre standards nationaux régissant les OST.

La 4^e barrière sur « l'absence de finalité intra-journalière » a été récemment regroupée avec la barrière 7 sur « les différences dans les règles relatives au moment du règlement sur les OST ». L'absence de finalité intra-journalière concerne plus particulièrement la difficulté à assurer un règlement dans une même journée des ordres de transfert. En raison de la diversité des systèmes, leurs horaires ne sont pas les mêmes. Le démantèlement de cette barrière a été en grande partie assuré par les 10 standards ECSDA pour assurer un règlement le même jour que celui du matching ou de la compensation. Les banques centrales ont par ailleurs créé une infrastructure favorable à ce rapprochement, au travers de Target1 et de Target 2 ainsi que des standards d'utilisation des SSS dans le cadre d'opérations de politique monétaire, mais comme je vous l'ai dit, cette initiative « exogène » ne figure pas dans nos « indicateurs » Giovannini.

La barrière 5 relative aux « obstacles à l'accès distant » est une barrière réglementaire assez proche des barrières réglementaire 2/10, mais appréhendées d'une autre manière. Alors que le démantèlement des barrières 2/10 vise à mettre en œuvre la liberté de prestation de services d'un CSD, d'une CCP ou d'un primary dealer dans n'importe quel pays de l'UE, la barrière 5 vise le droit de n'importe quel « client » potentiel à accéder à de tels services depuis son pays d'origine. Les solutions sont donc souvent communes, mais avec des différences. Ainsi, cette barrière est en partie maintenue pour des raisons institutionnelles telles que l'interdiction de l'accès distant à la liquidité fournie par les banques centrales. Cette interdiction résulte de problèmes techni-

ques, qui sont propres aux banques centrales, et surtout du principe de décentralisation, que les banques centrales ont souhaité maintenir afin de rester plus proches de leurs places financières respectives pour les opérations de politique monétaire et la collatéralisation en général. Néanmoins, ce qui a été perçu comme une barrière par le marché a été contourné grâce à la mise en place du système Target 2 et bientôt de Target 2 Securities qui permettent une gestion globale des positions espèces et titres au travers des infrastructures européennes communes.

La barrière 6 qui concerne « les différences dans les standards sur les périodes de règlement » est quant à elle très difficile à démanteler. Les procédures pour le traitement des ordres varient d'un pays à l'autre, nous avons des règles de « t+2 » ou « t+3 » en Europe, soit des règlements qui ont lieu 2 ou 3 jours après que l'opération ait été négociée sur le marché. Nous avons des problèmes d'infrastructures lourds impliquant des investissements très importants. Si nous pouvions envisager une harmonisation des périodes de déversement, ce serait plutôt pour des nouveaux marchés réglementés, comme pourraient l'être les marchés de dérivés.

La barrière 8 est relative à l'absence d'identification des titres dès le moment de leur « émission ». Cette barrière est considérée comme désormais démantelée depuis la mise en place en 2004 au niveau européen d'un code ISIN unique distribué par les autorités nationales et conforme à la norme internationale ISO 6166 gérée par l'ANNA.

La barrière 9 concerne « les obstacles à la localisation des émissions ». Dans certains pays, il est interdit à un émetteur d'émettre en dehors de son pays: il sera obligé de créer une filiale à l'étranger pour pouvoir se financer. Cette barrière n'est pas entièrement démantelée, et le LCG a émis une recommandation, dite « recommandation 15 » en vue de son démantèlement complet, notamment au travers d'une initiative législative européenne.

La barrière 10, désormais fusionnée avec la barrière 2 met le doigt sur les « primary dealers restrictions ». Il y a des restrictions qui existent pour le traitement privilégié des opérations des Trésors publics des différents pays de l'Union Européenne. Tout le monde

ne peut pas accéder à cette fonction, il y a là aussi un problème d'harmonisation.

Les barrières 11 et 12 sur « les restrictions relatives à la retenue à la source et sur la collecte d'impôts » sont traitées actuellement par le FISCO. Elles visent d'une part à permettre à tout conservateur de titres d'offrir des services d'agent fiscal (c'est-à-dire de collecteur à la source) et à ne plus l'obliger à passer par un correspondant du pays de l'émetteur qui paie les intérêts ou dividendes. Elles visent d'autre part à permettre que les impôts de bourse ne soient pas obligatoirement collectés par les systèmes locaux. Ces barrières 11 et 12 font l'objet de discussions non seulement avec l'industrie, mais aussi, comme on peut le deviner, avec les autorités fiscales nationales.

La barrière 13 est relative à l'absence d'harmonisation dans l'appréhension de la notion de titre dans l'UE.

Les titres peuvent être appréhendés de deux façons. Il y a la façon « droit des sociétés »: le titre donne droit à son détenteur de participer à un certain nombre d'assemblées et à exercer des droits de vote et des droits pécuniaires. Il y a aussi la façon « droit de la mobilisation des titres », c'est-à-dire la possibilité de transférer les droits contenus dans ces titres d'une personne à une autre et de lui permettre d'effectivement exercer ces droits. Comme je vous l'ai dit au début de la présentation, cette question a été en partie traitée par les directives "finalité" et "collatéral" qui protègent les transferts de titres effectués dans le cadre de ces directives. Néanmoins, ces deux directives ne couvrent que la mobilisation de titres dans le cadre de systèmes et/ou dans le cadre de la collatéralisation entre institutions financières. Tous les autres transferts de titres, qu'il s'agisse de relations de banque de correspondant, de mouvements de compte à compte au sein d'une même entité ou d'un groupe (internalisation) ou qu'il s'agisse des relations directes de tenue de comptes titres avec la clientèle non financière, échappent à toute protection. Or, même pour les transactions passant par des systèmes couverts par la SFD, il existe toujours en début ou en fin de chaîne un moment dans lequel le titre est détenu sur un compte situé hors système. Or, la solidité d'une chaîne de détention de titres se mesure à la solidité de son maillon le plus faible. L'absence de législation sur le

droit relatif à la mobilisation des titres est donc considérée non seulement comme une barrière importante à la création d'un post-marché unique en Europe, mais également comme un facteur de risque systémique. Le LCG a émis 11 recommandations aux fins de protéger ce maillon faible de la chaîne de détention. En ce moment, la Commission Européenne est en train d'envisager une législation sur ce sujet reflétant les 11 recommandations du rapport du LCG.

La barrière 14 concerne le traitement du « netting », officiellement cette barrière est

considérée comme démantelée grâce à la directive Collatéral dont un des articles prévoit la possibilité de « netter », c'est-à-dire de compenser des garanties entre elles. Néanmoins on peut envisager d'autres domaines d'harmonisation, le « netting » ne concernant pas uniquement le collatéral, mais aussi les opérations sous-jacentes ou principales.

Enfin la plus inquiétante des barrières, la barrière 15 sur les conflits de loi est une barrière qui a failli être démantelée, non seulement au niveau européen, mais même au niveau mondial, à l'occasion de l'adoption de la

convention de la Haye en 2002. Néanmoins, la Commission a retiré sa proposition de signature commune de la convention de la Haye sur les conflits de loi relatifs aux titres car elle n'a pas réussi à obtenir un accord suffisant parmi les États Membres pour la faire signer.

Nous sommes encore loin d'avoir démantelé toutes ces barrières. L'industrie avance pas à pas mais du même pas dans l'ensemble des pays de l'Union: la plupart des pays se trouvent à peu près au même stade dans le démantèlement de ces barrières.

La situation des barrières Giovannini fin 2008

Barrier / Sub-phase	Fact-finding	Standard-setting	Endorsement	Overall progress
Barrier 1 Platform diversity	100%	77%	75%	91%
Barrier 2/10 C&S location	100%	60%	60%	70%
Barrier 3 Corporate actions	100%	75%	0%	63%
Barrier 4/7 Intraday Finality	100%	100%	100%	100%
Barrier 5 No Remote access	100%	100%	100%	100%
Barrier 6 Settlement periods	0%	0%	0%	0%
Barrier 8 Securities issuances	100%	100%	100%	100%
Barrier 9 CSD issuer location	100%	40%	0%	35%
Barrier 11 Withholding agents	100%	30%	0%	40%
Barrier 12 Tax collections	100%	30%	0%	40%
Barrier 13 Book entry legislation	100%	40%	0%	35%
Barrier 14 Netting legislation	100%	100%	100%	100%
Barrier 15 Conflict of laws	100%	100%	100%	100%
Overall progress	97%	68%	48%	69%

La situation des barrières Giovannini par pays

Barrier/Member state	AT	BE	BG	CY	CZ	DK	EE	FI	FR	DE	EL	HU	IE	IT	LV
Barrier 1	67%	67%	58%	8%	0%	63%	28%	100%	67%	57%	0%	3%	25%	67%	100%
Barrier 2/10	N/A														
Barrier 3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrier 4/7	100%	93%	43%	100%	0%	94%	100%	69%	100%	100%	88%	73%	100%	100%	92%
Barrier 5	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Barrier 6	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrier 8	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Barrier 9	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrier 11	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrier 12	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrier 13	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrier 14	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Barrier 15	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Overall progress	36%	36%	32%	29%	23%	35%	32%	38%	36%	35%	28%	27%	31%	36%	40%

Organisation européenne pour la levée des barrières

La situation des barrières Giovannini par pays (suite)

Barrière/Member state	LT	LU	MT	NL	PL	PT	RO	SK	SL	ES	SE	UK	EU
Barrière 1	5%	100%	15%	67%	42%	10%	2%	0%	50%	38%	80%	17%	49%
Barrière 2/10	N/A												
Barrière 3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrière 4/7	100%	100%	0%	92%	70%	100%	0%	50%	82%	72%	100%	100%	94%
Barrière 5	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Barrière 6	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrière 8	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Barrière 9	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrière 11	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrière 12	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrière 13	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barrière 14	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Barrière 15	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Overall progress	29%	40%	25%	36%	32%	30%	23%	26%	33%	31%	38%	30%	34%

Point particulier sur la barrière 3 sur les OST

La barrière 3 est une barrière qui met en cause l'hétérogénéité des standards nationaux relatifs aux opérations sur titres (corporate actions). On a inventorié plusieurs centaines de types d'OST en fonction de la nature des événements qui les initiaient. Les problèmes identifiés sont résumés en 9 points.

- ▶ Incompatibilité dans le traitement des indemnités et des régularisations,
- ▶ Nécessité de conserver localement des documents,
- ▶ Incompatibilité dans les processus de notification,
- ▶ Différentes procédures de traitement des réclamations,
- ▶ Difficulté dans l'acheminement de l'information vers l'investisseur final,
- ▶ Incompatibilité du moment de transfert de propriété,
- ▶ Incompatibilité entre dates d'enregistrement/ d'exécution/ et de paiement,
- ▶ Insuffisante base légale des communications électroniques,
- ▶ Incompatibilité des règles de responsabilité pour défaut de traduction.

Ces problèmes traitent de la difficulté à rendre les OST nationales inter-compatibles dans les relations transfrontières.

On constate que dans pratiquement tous les pays de l'Union, les OST sont très bien traitées par des standards nationaux. En revanche, au niveau communautaire il existe encore un très grand problème de traitement, de Straight Through Processing (STP) de ces OST d'un pays à l'autre. Nous avons identifié que le coût de traitement des OST était en transfrontière entre 8 et 11 fois supérieur au coût de traitement des OST au niveau domestique. Nous avons aussi constaté que pour les investisseurs, il en résultait une différence de coût qui varie entre 2 et 6 par rapport aux OST domestiques. Ce qui signifie que l'industrie a décidé d'internaliser une partie de ces coûts et de ne pas les répercuter sur les investisseurs. Du point de vue de la Commission, malgré les sacrifices consentis par les banques sur leurs coûts, il paraît inacceptable que de telles différences de coût persistent dans le traitement des OST.

Dans le cadre du rapport du groupe CESAME qui a été publié en Novembre 2008, nous avons distingué 3 types d'OST. Tout d'abord, les OST stricto sensu qui concernent essentiellement les distributions et les réorganisations, qui sont des événements classiques de la vie des titres: versement de dividendes, d'intérêts, actifs convertibles sous forme d'autres actifs; À cela, il faut ajouter les réclamations qui sont inévitablement générées par le traitement massif des opérations sur titres et qui sont intégrées au nombre des OST.

On a distingué également des OST liées à la vie sociale de l'entreprise, les OST relatives aux assemblées générales avec tous les problèmes que posent les envois de convocations, la reconnaissance de la qualité de titulaire d'un titre ainsi que la confirmation par le titulaire d'un titre de sa participation éventuelle à une assemblée.

Toutes ces OST génèrent un certain nombre de « process » faisant intervenir des concepts liés à la chronologie de ces « process » tels que l'« ex-date », la « record date » ou la « payment date ».

Ce travail de « mapping » est exercé par la Commission.

L'industrie a identifié au travers du CAJWG et du JWGGM constitués sous l'égide du CESAME un certain nombre de modalités de « process » communs à l'échelon européen de ces OST, depuis l'initiation de l'information par l'émetteur jusqu'à la réception de cette information par l'investisseur. Les propositions effectuées par ces deux groupes envisagent des traitements de qualité diverse selon que l'investisseur ou l'émetteur a souhaité assortir ses opérations sur titres de services additionnels rendus par les intermédiaires.

Au total les CAJWG et JWGGM ont identifié plus de 140 standards. Nous sommes aux deux tiers du chemin. Le dernier tiers est sous la responsabilité de l'industrie qui prendra des engagements pour mettre en œuvre ces standards.

Le LCG, qui traite des questions juridiques, a ajouté, dans son rapport d'août 2008, aux 11 recommandations relatives à la création d'un droit de la mobilisation des titres intermédiaires dont je vous ai parlé plus haut, trois autres recommandations relatives aux OST. Le Conseil de l'UE du 2 décembre 2008, prenant acte du rapport du LCG, a mandaté la Commission aux fins de proposer une législation mettant en œuvre les recommandations du LCG, y compris les trois recommandations sur les OST. Dans ce cadre, une des prochaines actions de la Commission sera une consultation publique qui se déroulera du 16 avril au 11 juin annonçant un projet de législation en matière de droit des titres intermédiaires, c'est-à-dire tout ce qui concerne la mobilisation des titres, en prenant soin de ne pas toucher à la législation interne aux titres, c'est-à-dire les droits nés dans le cadre du droit des sociétés.

Dans le cadre de cette consultation, un questionnaire vous sera soumis, qui suivra de très près les conclusions du rapport du LCG d'août dernier, rapport qui est lui-même consultable sur le site de la Commission et qui contient donc 15 recommandations relatives à l'har-

monisation du droit matériel des titres. Parmi ces recommandations, trois traitent directement de la question des OST (recommandations 12,13 et 14, telles que présentées sur le schéma).

Les recommandations 12 et 13 s'adressent plus particulièrement aux États membres et leur demandent de démanteler les éventuels obstacles juridiques au traitement transfrontière des OST.

La recommandation 14 soumettra l'industrie à une obligation de STP des informations relatives aux titres à l'échelle domestique mais aussi à l'échelon transfrontière.

Les futures législations relatives aux OST

Le second rapport du Legal Certainty Group (août 2008) contient 3 recommandations relatives aux OST :

- Recommandation 12 : Démantèlement des obstacles juridiques au traitement des OST dans les relations de détention transfrontière ainsi que dans les chaînes de détention impliquant plusieurs intermédiaires.

- Recommandation 13 : reconnaissance des différentes structures de détention pour le traitement des OST : tel que la détention via un ou plusieurs teneurs de compte, via un compte omnibus, via un teneur de compte agissant en son nom propre.

- Recommandation 14 : Obligation des teneurs de compte de faire remonter et descendre les informations relatives aux titres.

Conclusion

En matière d'OST la Commission croit autant en la standardisation industrielle qu'au recours aux mesures législatives qui viennent d'être évoquées. Idéalement, ces dispositions législatives, aussi légères et générales que possible, devraient entrer en vigueur, alors qu'un cadre cohérent de standards aura déjà été adopté par l'industrie et peut-être même déjà mis en œuvre. De ce fait, l'œuvre législative ne fera que parachever votre travail de standardisation.

Merci pour votre attention. ■

Standards de Marché concernant les OST							
OST strictu sensu					Assemblées Générales		
Distributions		Réorganisations			Standards de Marché sur :		
Sans options	Avec options	Obligatoire sans option	Obligatoire avec options	Volontaire			
Standards de Marché sur les distributions obligatoires	Standards de Marché sur les distributions avec options	Standards de Marché sur les distributions sans option	Standards de Marché sur les réorganisations avec options	Standards de Marché sur les réorganisations volontaires	Process 1 : Convocation à l'AG	Process 2 : Droit à participation/qualité de/date d'enregistrement (record date)	
<ul style="list-style-type: none"> Achévé (octobre 2007) Sert de base de consultation (?) et/ou à être mis en œuvre 							Process 3 : Réponse/Notification de participation à l'AG
Transaction management							
Standards de Marché pour la gestion des transactions							
Réclamations	Transformation		Règles de protection de l'acquéreur				

Les travaux de l'AFTI pour la levée de la barrière 3



Les travaux de l'AFTI pour la levée de la barrière 3

Hugh PALMER, Senior Adviser, Stratégie & Relations Infrastructures, Société Générale Securities Services

Notre organisation

Comme l'a démontré Marcel-Éric TERRET, un point important à souligner est que les instances européennes mais aussi nos structures françaises – l'AFTI, le CFONB ainsi que les groupes SWIFT et d'autres encore – œuvrent sur cette question de l'harmonisation depuis longtemps.

Pour ce qui concerne l'histoire récente, l'initiative à citer, c'est celle du CATF, un groupe créé par la FBE et porté par les ECSA. Ils ont avec l'ECSDA et l'ESF élaboré les premiers standards pour les OST de distribution, à la suite de la publication du deuxième rapport Giovannini.

Pour notre marché, la difficulté à cette époque-là était la nature très théorique de ces standards. On ne s'intéressait au sujet que très marginalement, sans en identifier les impacts.

La décision de commencer la préparation de la mise en œuvre du business model du groupe Euroclear, matérialisé notamment par la plate-forme ESES, a été le catalyseur qui a permis de lancer nos travaux: nous avons mené alors nos analyses en marge du groupe AFTI Harmonisation France.

Aujourd'hui, c'est à nouveau une démarche de consolidation des plates-formes – le projet T2S – qui nous pousse à nous préoccuper des impacts – positifs comme négatifs – des

standards du CAJWG.

Comme dans d'autres secteurs de l'industrie, la recherche trouve son intérêt dans ses applications pratiques. C'est pourquoi nous devons continuer à soutenir cette recherche, en mobilisant les ressources des adhérents de l'AFTI.

L'AFTI se positionne comme interlocuteur des instances européennes avec et via la FBF. L'AFTI est alimentée – et alimente à son tour – les projets de nos infrastructures, tout en travaillant en étroite collaboration avec les instances d'organisation et de normalisation que sont le CFONB et le GUF SWIFT.

Plus concrètement, c'est la Commission Européenne via le CESAME qui pilote la levée des barrières à l'intégration du post-trade en Europe. Pour ce qui concerne la barrière 3, c'est le CAJWG qui propose les recommandations. Le CAJWG est composé de représentants d'émetteurs (European Issuers), d'établissements de crédit européens (EBF), de dépositaires centraux (ECSDA) et d'acteurs internationaux (SIFMA).

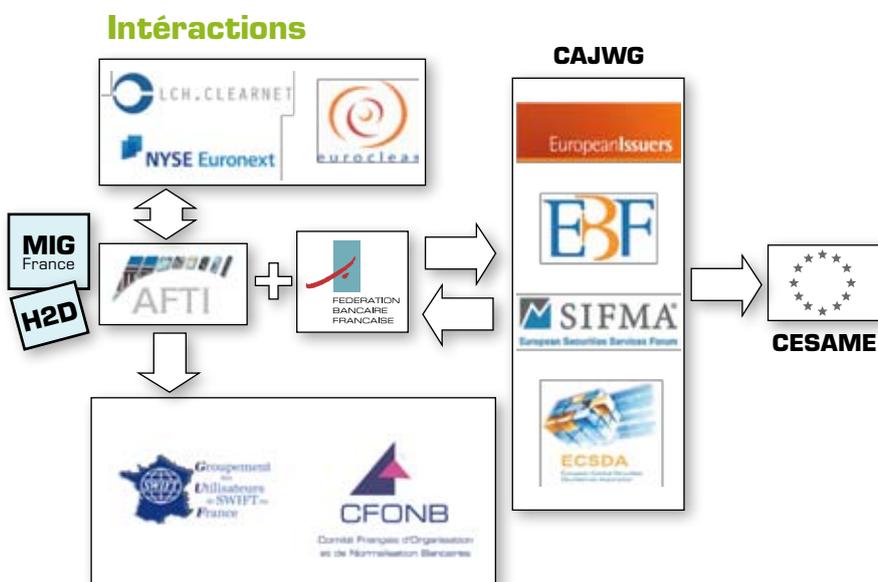
Le groupe miroir en France, c'est le MIG qui s'appuie à son tour sur des groupes ad hoc tels que le H2D.

Présentation du MIG

Les MIG, ou « Market Implementation Group », sont la conséquence de la volonté des ECSA et de la Commission Européenne de créer une dynamique autour de l'implémentation des standards pour la levée de la barrière 3.

Nous avons créé notre MIG en tant que sous-groupe rattaché de l'AFTI, avec un reporting

Notre Organisation



à la FBF. Cette structure nous apporte une souplesse certaine et bienvenue pour :

- ▶ planifier nos réunions en fonction de l'actualité
- ▶ y faire intervenir un panel large d'acteurs, le MIG ayant pour but de représenter le marché et non un seul groupe d'acteurs

Les travaux en cours

Les deux principales missions du MIG sont :

- ▶ de « remonter les informations pertinentes vers les instances européennes ». En effet, chaque MIG alimente un tableau de bord qui permet de constater l'avancement de l'implémentation des standards. C'est un outil de mesure pour les acteurs du marché comme pour la Commission Européenne.
- ▶ d'« être moteur dans l'implémentation des standards ». Le MIG discute voire conteste les standards d'abord et ensuite s'attèle à créer les conditions nécessaires à leur mise en œuvre.

Le MIG alimente les discussions lors de la phase de définition des standards – en défendant le modèle français et nos intérêts – mais doit ensuite favoriser l'implémentation des normes ratifiées. La formation du groupe H2D est un exemple de cet engagement sur la voie de l'implémentation.

Nous privilégions ainsi un consensus de l'industrie avant toute intervention extérieure des pouvoirs publics, intervention probablement efficace mais sans doute moins soucieuse de nos intérêts.

À noter que nous finalisons à ce jour les standards CAJWG pour l'harmonisation des OST. En effet, quatre membres du MIG France siègent au CAJWG :

- Anne Mairesse
- Thiebald Cremers
- Françoise Nikly-Cyrot
- Xavier Bonneru

Cette présence nous garantit l'écoute de nos partenaires européens. On parle peu de nos succès en matière de lobbying mais à l'égard des standards du CAJWG, ils ont été nombreux, grâce notamment à cette participation directe aux délibérations de ce comité animé par Dr. Werner Frey.

Les travaux à prévoir

Pour la suite, plusieurs chantiers sont à entreprendre par le MIG : SP Transaction Management et Target 2 Securities ne sont pas les moindres, sans parler de SP Custody qui les précède.

En marge de ces chantiers, d'autres questions ont leur importance. C'est d'ailleurs dans les détails qu'on découvre les problématiques qui impactent le plus nos business models, nos organisations, nos équilibres économiques. Ainsi nous devons nous forger une politique à l'égard des grands chantiers, pour autant qu'ils impactent le traitement des opérations financières, et les dossiers connexes avec le groupe Conservation, le groupe Émetteurs, le Groupe Liaison France*, l'ANSA... avec tous les acteurs du post-marché en France.

La suite consiste, bien évidemment, à pousser la logique de traitement induite par l'implémentation des nouveaux standards pour les distributions - en espèces depuis novembre 2007 et prochainement en titres - jusqu'au bout des processus.

Ainsi l'AFTI, la communauté, aura à réfléchir sur le traitement des opérations sur titres dites « de réorganisation » :

* Le Groupe Liaison France est le nouveau nom du Groupe Harmonisation France.

- ▶ 1^{re} étape : étude de faisabilité et définition d'un time-line
- ▶ 2^e étape : rédaction d'un cahier de charges de Place
- ▶ 3^e étape : réussir la mise en œuvre.

Pour ce qui concerne l'étude dite « HDR », la question consiste à savoir si nous avons un intérêt à implémenter tous les standards pour les réorganisations comme pour les distributions avec SP Custody, ou si nous devons préférer fixer une échéance ultérieure pour leur mise en œuvre.

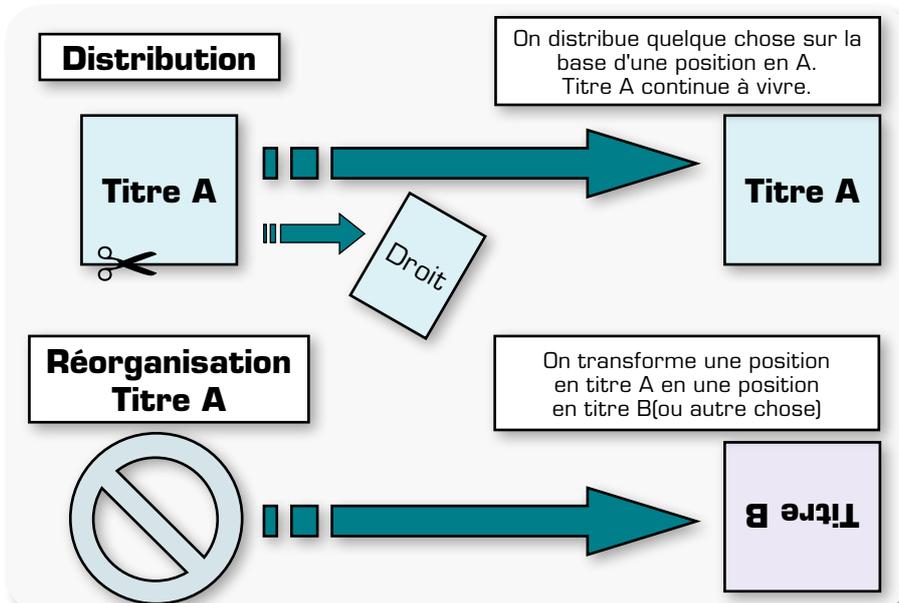
Les standards CAJWG pour les réorganisations étant en voie de finalisation, nous allons maintenant pouvoir démarrer cette réflexion. À noter que l'implémentation de SP Custody reportée à fin 2010 nous laisse quelques mois supplémentaires pour préparer, si besoin, cette mise en œuvre.

Étude HDR

Les termes « distribution » et « réorganisation » étant relativement nouveaux, je rappelle leur signification :

- ▶ Réorganisation : remplacement d'une ressource par une autre
- ▶ Distribution : détachement d'un droit économique alors que les positions dans le sous-jacent ne sont pas affectées.

Les OST de Distribution et de Réorganisation



Les travaux de l'AFTI pour la levée de la barrière 3

Pour les teneurs de compte conservateurs, ces termes se traduisent par des processus/ des traitements à mener à bonne fin. Pour les émetteurs, en revanche, une opération financière est le plus souvent un acte dicté par la stratégie et donc une étape importante voire décisive dans la vie de la société. Enfin, pour les actionnaires, les opérations sur titres conditionnent et impliquent leurs décisions d'investissement.

Pour tous les acteurs, un changement de processus implique des impacts en termes de négociabilité des titres et en termes de matérialisation comptable chez le dépositaire central: ces impacts méritent toute notre attention.

L'un des objectifs majeurs de cette réforme est de réduire le volume des opérations sur titres sur flux. Cette problématique du traitement des flux est particulièrement sensible en termes de gestion des risques pour les marchés moins automatisés que le nôtre. Quoiqu'il en soit, l'implémentation du nouvel ordonnance- ment des dates pour les distributions diminue de manière significative le volume des OST/

flux (market claims) à traiter. Il suffit de mesurer l'impact de la réforme des distributions en espèces en France sur le volume des OST/flux générés pour confirmer ce constat.

Dans le cadre de l'étude « Harmonisation des Dates de Réorganisation », maintes questions aujourd'hui en suspens trouveront réponse. Afin d'assurer la crédibilité de nos travaux et donc des solutions préconisées et des réponses apportées, nous devons nous soucier non seulement des traitements qui nous sont propres – en tant que teneurs de compte conservateurs – mais également des effets de bord:

- ▶ quid de l'impact pour les actionnaires?
- ▶ pour les émetteurs?
- ▶ pour la réglementation, juridique comme fiscale?

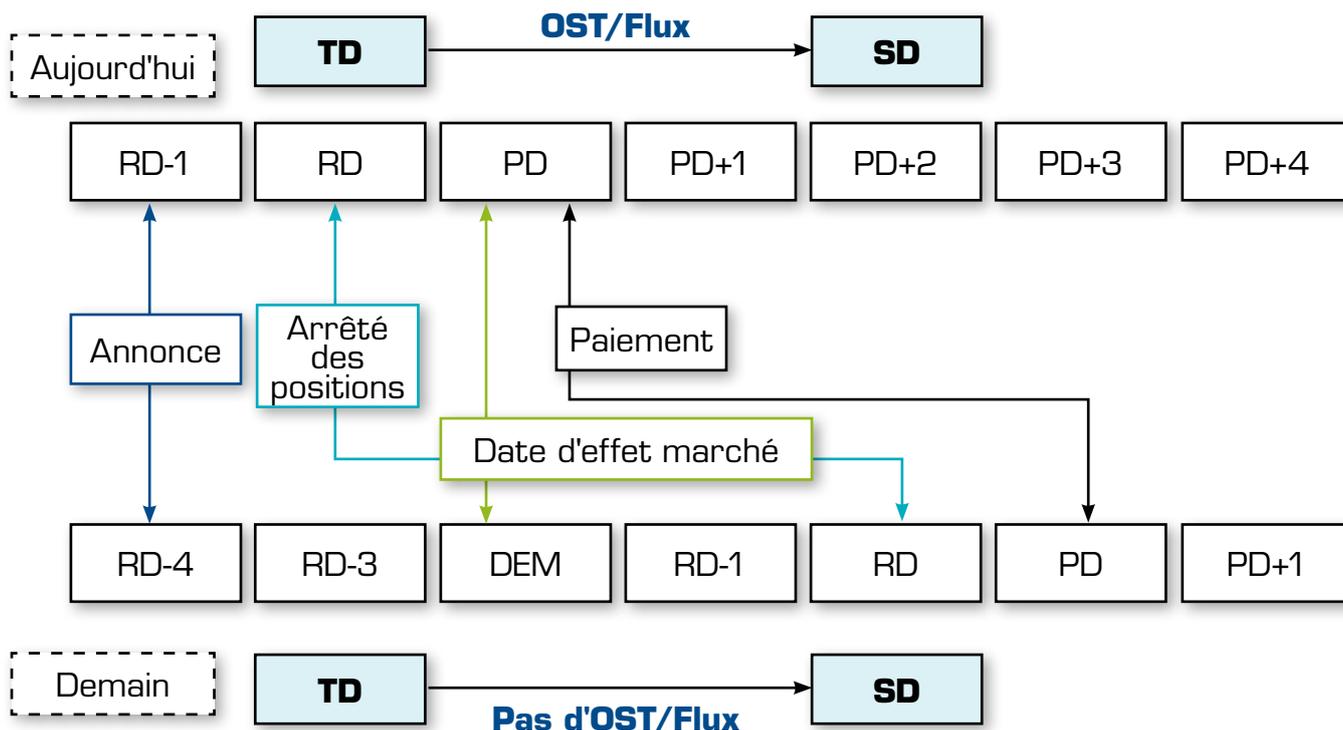
Nous avons commencé voici quelque temps la mise en œuvre en France des standards pour la levée de la barrière 3. Ce travail continue aujourd'hui avec la rédaction d'un cahier des charges pour les standards relatifs aux distributions en titres. Nous allons œuvrer

prochainement sur les standards pour les réorganisations et nous allons finaliser les spécifications fonctionnelles de la future plate-forme T2S, ce qui nécessite de définir notamment les règles applicables aux OST/ Flux. Nous entrons au cœur d'une période de changements que nous devons gérer avec intelligence et pragmatisme pour préparer au mieux les impacts sur nos organisations et nos modèles économiques.

Les prochaines échéances arrivent à grands pas. Il reste beaucoup à faire et l'implication de chacun sera capitale. Pour réussir les défis devant nous, je préconise trois choses:

- ▶ Continuons à discuter ensemble pour décider du périmètre et du road map d'implémentation
- ▶ Travaillons ensemble vers le but commun que nous aurons défini
- ▶ Assurons-nous de l'attractivité renforcée de la place de Paris dans les nouveaux ensembles européens en adoptant les meilleures pratiques dans le respect des standards européens. ■

Harmonisation des Dates de Réorganisation





Olivier PIERRE,
Associé, OTC Conseil

Afin d'illustrer de manière concrète les travaux menés par l'AFTI en matière d'harmonisation de traitement des opérations sur Titres, je vais vous présenter les résultats de l'étude que nous avons débutée fin 2008 sur l'harmonisation des dates des OST de distribution en titres et dont le cahier des charges sera diffusé au mois de juin. Tout au long de cette présentation, je vous en décrirai les principes, les modalités, les impacts pour les différents acteurs, les calendriers d'application et les points d'attention nécessaires que nous avons identifiés.

Les objectifs

Les objectifs de la réforme H2D (Harmonisation des Dates de Distribution en titres) sont de poursuivre l'harmonisation du traitement des OST avec les standards Européens, de proposer des procédures homogènes entre les opérations de distribution en espèces et de distribution en titres, de réduire le nombre de régularisations effectuées pour les opérations en cours à la date de paiement, (les OST sur flux) pour lesquelles les traitements présentent parfois des composantes risques non négligeables, d'harmoniser les process OST sur la plate-forme ESES qui rassemble les communautés financières Française, Néerlandaise et Belge, enfin de se préparer aux évolutions des infrastructures à venir que sont SP Custody dans un premier temps et Target 2 Securities par la suite.

La démarche

Afin de pouvoir réaliser cette étude dans des conditions optimales, nous avons constitué différents groupes de travail unissant des teneurs de comptes conservateurs, (retail et institutionnels), les infrastructures de marché (négociation, compensation et règlement livraison), et des représentants des émetteurs tant dans leur fonction de teneur de registre que dans celle de centralisateur d'OST. Nous avons aussi ponctuellement consulté des associations pour conforter et valider nos hypothèses de travail. Avec ces groupes, nous avons donc réalisé une étude de faisabilité qui se basait sur les « Market Standards for Mandatory distributions » avec en perspective les pratiques de marché actuelles. Cette étude a conclu à la faisabilité de la mise en place de cette réforme avec malgré tout quelques points d'attention. Nous sommes en phase d'élaboration du cahier des charges de place qui décrit les principes, définit les impacts pour les différents acteurs et met en évidence ces points d'attention.

Le périmètre

Les instruments financiers concernés par la réforme sont les titres financiers de droit français admis chez un dépositaire central français et négociés sur un marché réglementé (NYSE Euronext). Les valeurs non négociées sur NYSE Euronext détenues sur une autre place que Paris, les produits de taux cotés

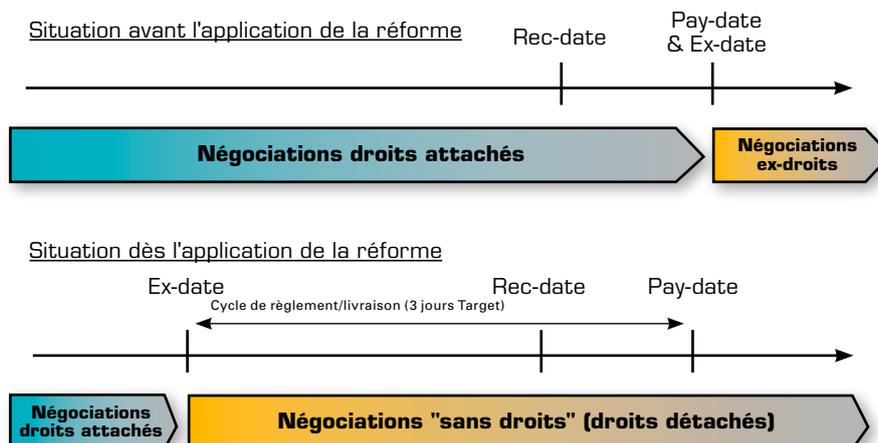
en pourcentage du nominal, les OPCVM et les produits dérivés en sont exclus.

Les OST concernées sont les distributions de titres obligatoires, correspondant à la décision prise par un émetteur de remettre aux détenteurs de ses titres un produit nouveau (titre ou droit) sans changer les caractéristiques des titres d'origine. Les OST de distribution peuvent ou non donner lieu à une OST de réorganisation puisque le produit distribué peut être échangé par un produit nouveau. Quelques exemples : les attributions automatiques de titres, les détachements de droits, les divisions du nominal réalisées par ajout de titres supplémentaires.

Le principe de la réforme

Le principe est d'harmoniser les dates qui prévalent à la mise en place des opérations de distribution en titres avec les standards européens. Ces dates sont les suivantes : La « payment date » date de mise en paiement du produit de l'opération définie par l'émetteur, l'« ex-date » qui est la date à partir de laquelle les négociations sont réalisées ex-droit à l'opération, et « la record date » qui est la date à l'issue de laquelle le dépositaire central enregistre les positions pour appliquer le traitement des OST. Dans les procédures actuelles et pour le périmètre concerné, la payment date et l'ex-date sont concomitantes, la record date, elle, est située le premier jour Target précédant la payment date.

Principes



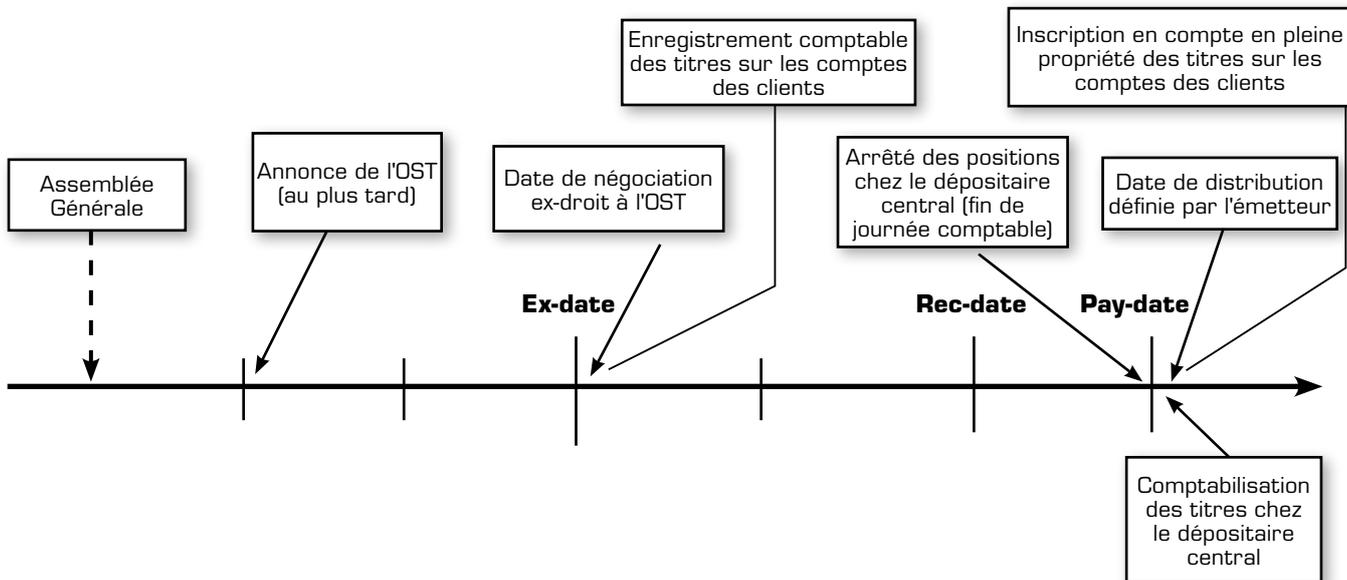
Les travaux de l'AFTI pour la levée de la barrière 3

Les standards européens prévoient donc toujours la mise en place d'une payment date définie par l'émetteur, d'une record date le premier jour Target précédent, mais le positionnement de l'ex-date est situé préalablement à la « payment date ». La payment date et l'ex date sont espacées de 3 jours Target. C'est l'assemblée générale par laquelle l'émetteur va définir la date de mise en paiement de l'opération de distribution en titres qui en fonction des standards définis permettra à chacun des acteurs concernés de positionner les dates qui lui incombent. Ainsi l'ex date sera positionnée trois jours avant par NYSE Euronext en relation avec l'émetteur et le centralisateur, la record date sera fournie par le dépositaire central toujours en relation avec

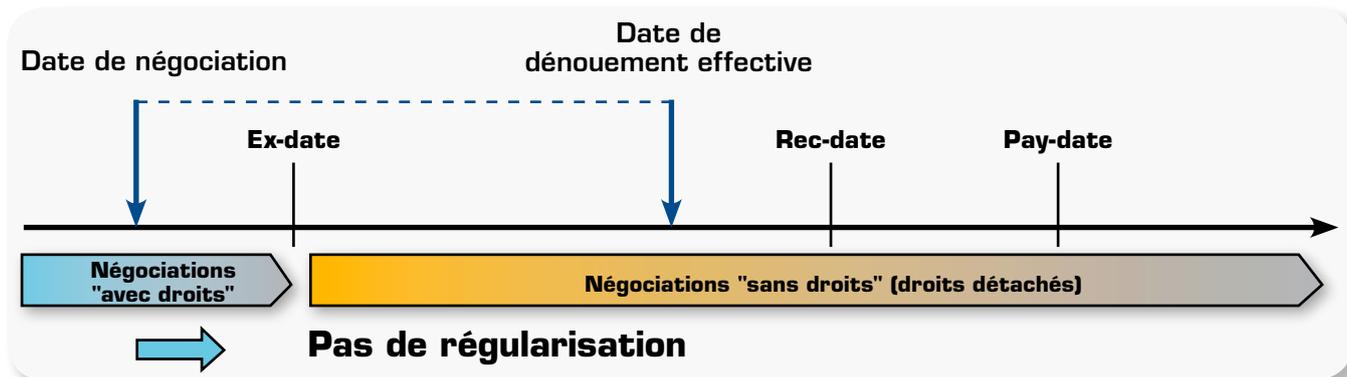
l'émetteur ou le centralisateur. Ce nouvel ordonnancement de dates met en évidence l'attention particulière à apporter aux délais d'annonce des opérations. En effet afin de préserver l'égalité des différents types de détenteurs de titres, il faut que ceux-ci puissent être informés dans des conditions similaires, qu'ils soient investisseurs institutionnels ou particuliers. Pour cela le groupe de travail a jugé que le délai d'annonce minimum devait être de 2 jours avant l'ex date. À compter de l'ex-date les teneurs de comptes conservateurs peuvent comptabiliser aux comptes de leurs clients les titres issus de la distribution pour effectuer et enregistrer les négociations sur des titres ex-droits. En revan-

che, l'inscription en compte qui prévaut pour le transfert de propriété se réalise toujours à la payment date. C'est également à la payment date que le dépositaire central va assurer la comptabilisation des titres issus de l'opération de distribution. Ainsi l'ensemble des négociations réalisées à l'ex-date suivant le délai standard de règlement/livraison pourront se dénouer à la payment date sur des titres effectivement crédités et inscrits en compte. En ce qui concerne les opérations sur les flux, quelques exemples significatifs des modalités de traitements sont présentés au travers des schémas suivants.

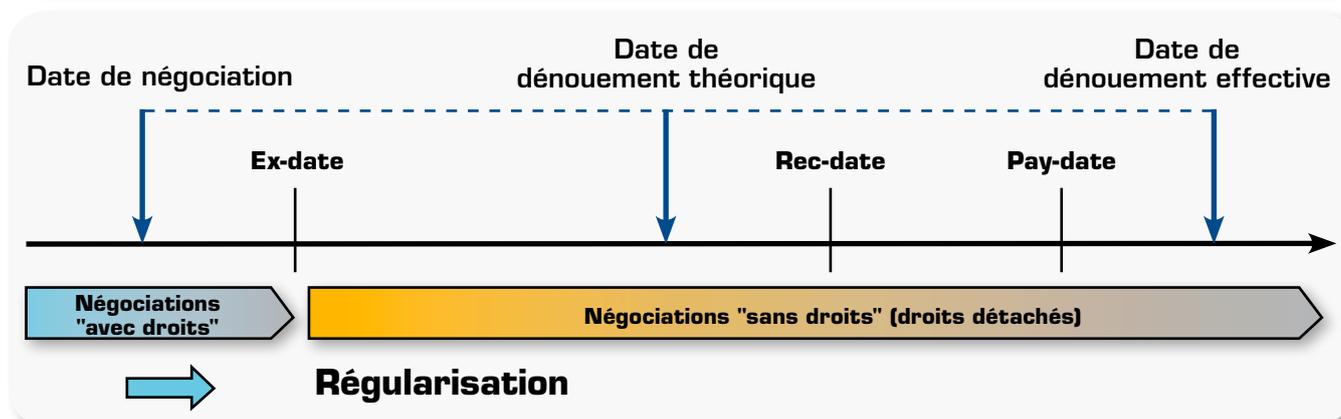
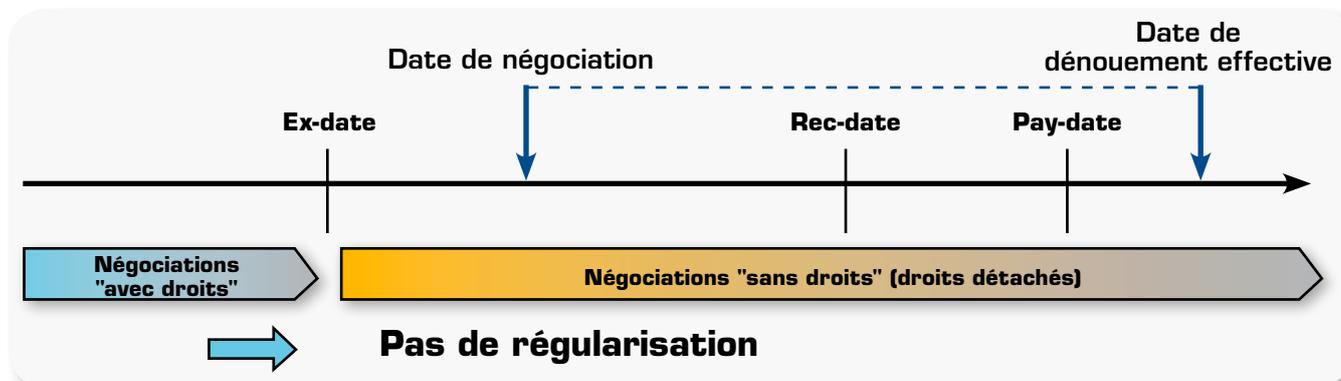
Chronologie des événements



Chronologie des événements



Chronologie des événements (suite)



Point d'attention : Les opérations de division

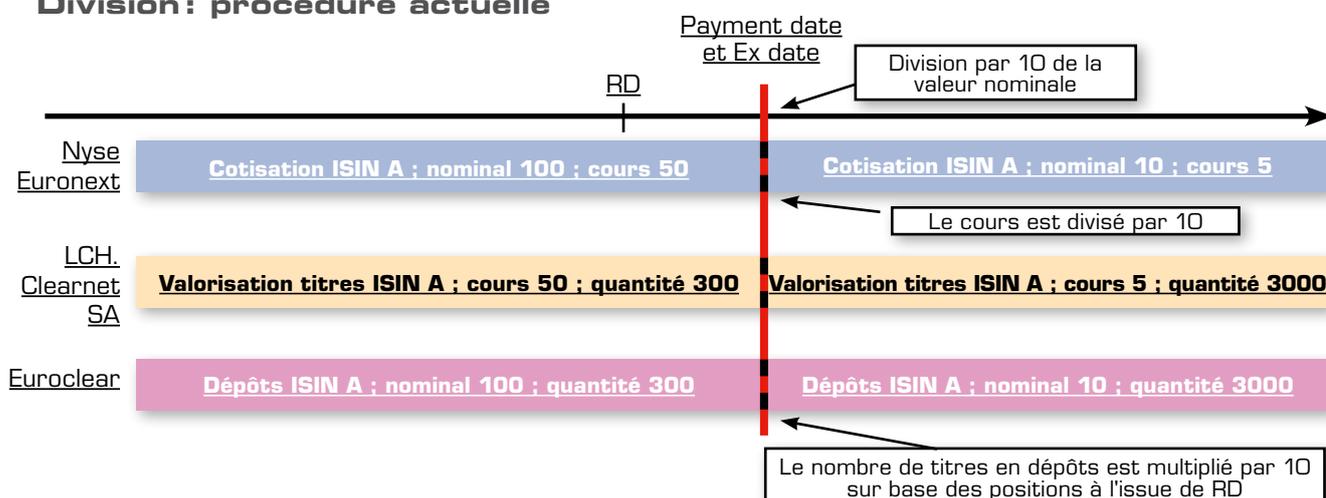
En France, les opérations de type division se réalisent par remise de titres nouveaux sur des titres déjà existants et entrent donc dans

la catégorie distribution en titres.

Dans la procédure actuelle, le même titre (même code ISIN) est négocié et inscrit en compte avant et après division. La date de négociation des titres divisés et la date de

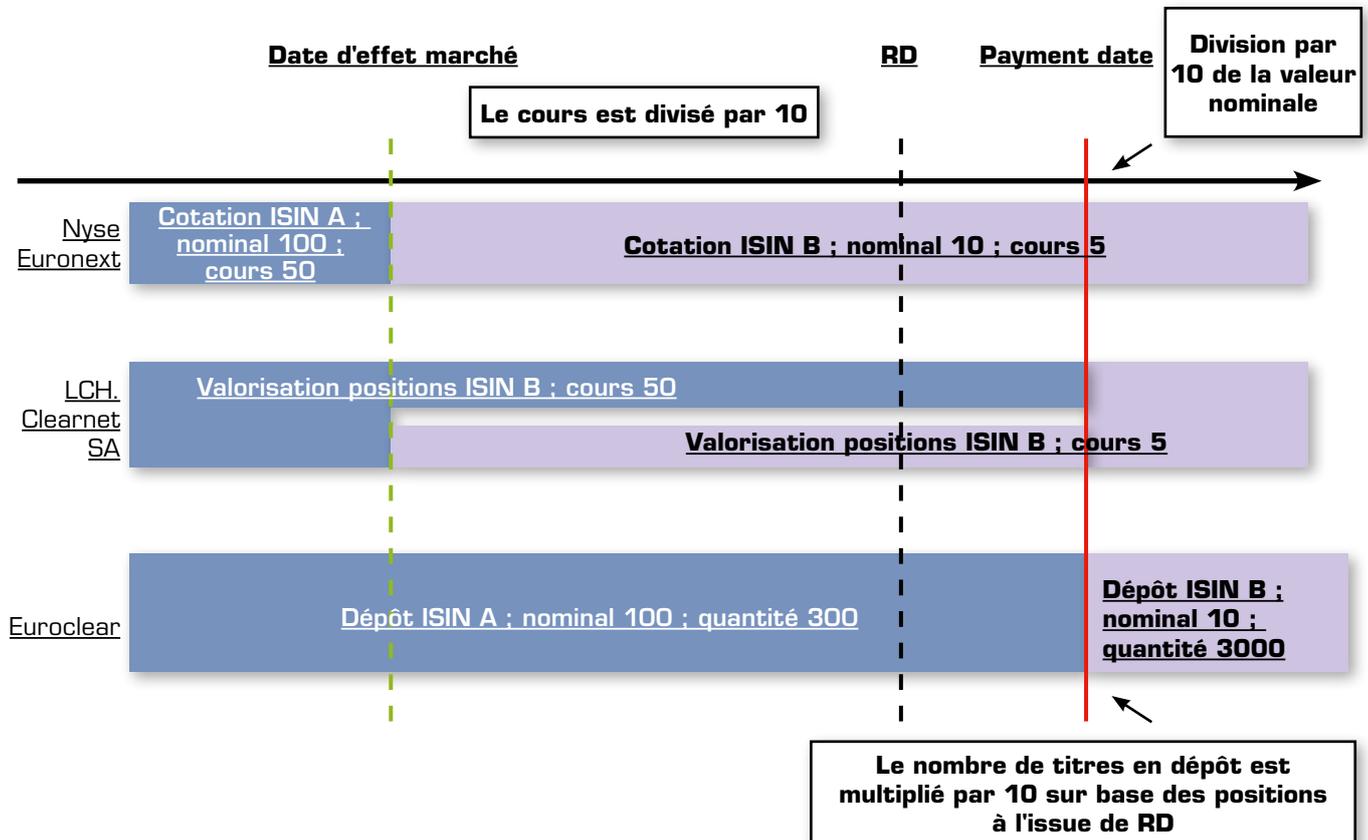
comptabilisation des nouveaux titres étant identiques, il n'y a aucune ambiguïté pour identifier et valoriser les titres avant ou après opération.

Division : procédure actuelle



Les travaux de l'AFTI pour la levée de la barrière 3

Division avec changement de code



Si l'on applique la réforme H2D sur ce type d'opération, c'est-à-dire en appliquant une ex-date 3 jours Target avant la payment date, sans modifier les procédures de traitement d'une telle opération, un problème d'identification des titres se pose, entre la date de négociation ex-droit et la date d'inscription en compte des titres nouveaux. Durant cette période sur un même code ISIN se négocieraient et circuleraient des titres divisés et non divisés.

Des aménagements sont donc à prévoir dans le cadre de l'application de la réforme afin de pouvoir identifier clairement les négociations réalisées avant et après division, répondre aux recommandations de l'ANNA et des standards ISO notamment 6166 qui déterminent les conditions d'allocation des codes ISIN.

Deux solutions seront maintenues concomitamment pendant une période donnée pour permettre de répondre aux contraintes

d'adaptation des différents acteurs: le maintien de la procédure actuelle d'une part, et le changement de code ISIN pour traiter ce type d'opération d'autre part, le choix entre l'une ou l'autre des solutions restant de la responsabilité de l'émetteur.

La procédure par changement de code, déjà en pratique dans un certain nombre de pays, permettra de répondre aux contraintes de la réforme. Elle se traitera par l'échange des titres non divisés contre des titres divisés identifiés par un code ISIN distinct. Ainsi dès l'ex-date les négociations seront effectuées sur le nouveau code ISIN et l'inscription en compte des nouveaux titres s'effectuera dès la « payment date ».

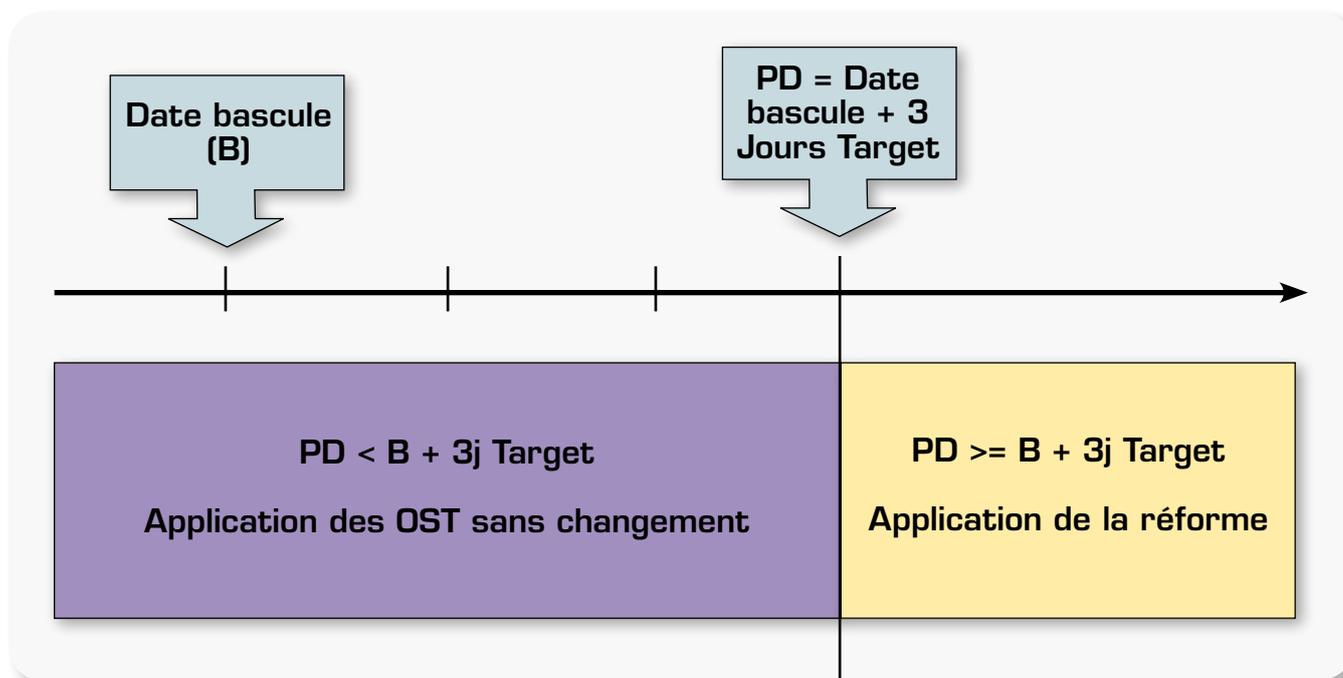
Implémentation de la réforme:

Afin de limiter les traitements atypiques qui pourraient survenir lors de la mise en application de la réforme, les dispositions suivantes ont été retenues:

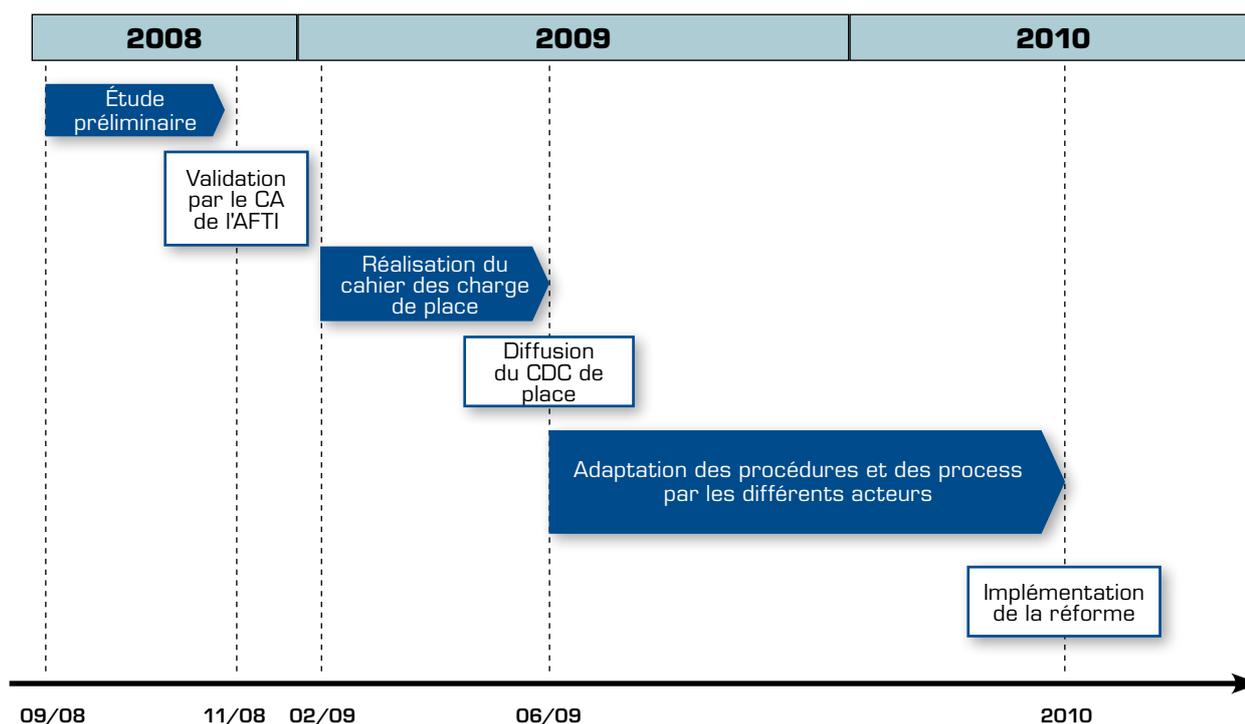
Si l'on considère une date déterminée de bascule qui idéalement devrait coïncider avec la mise en œuvre de la plate-forme SP Custody d'Euroclear, les opérations de distribution en titres, dont la « payment date » est postérieure de trois jours Target à cette date seront traitées conformément aux règles décrites ci-dessus.

Les travaux ne sont cependant pas terminés: Effectivement nous l'avons vu, les OST de distribution en titres peuvent comporter un volet réorganisation concernant les produits distribués qu'il conviendra donc d'étudier assez rapidement afin d'avoir un processus entièrement harmonisé sur ce type d'opération, levant ainsi un obstacle dans le processus d'harmonisation et permettant ainsi à la place d'être préparée, sur ce point, aux évolutions des infrastructures à venir, SP Custody et Target 2 Securities. ■

Principes de mise en œuvre



Macro planning d'implémentation de la réforme :



Une réforme en appelle une autre : la fiscalité



Une réforme en appelle une autre : la fiscalité

Alain GRAND, Animateur de l'Observatoire AFTI de la fiscalité, Responsable des opérations fiscales, CACEIS

La réglementation fiscale s'adapte-t-elle à l'harmonisation européenne des marchés ?

Poser la question ainsi peut surprendre face à l'attente des professionnels que vous êtes, de souhaiter une simplification des « process », d'espérer une adaptation rapide de la législation nationale, au regard des contraintes opérationnelles auxquelles vous êtes confrontés. Et pourtant, si cela demeure parfois imperceptible, il faut bien reconnaître que le cadre légal évolue malgré tout dans le sens de l'harmonisation. Certes, les priorités ne sont pas toujours convergentes, l'objectif des Pouvoirs Publics étant avant tout d'en limiter les impacts budgétaires, alors que les acteurs du marché domestique souhaitent au contraire une transformation plus large et plus rapide de la législation.

Comme vous l'avez compris des précédentes interventions, l'harmonisation européenne du post-marché a considérablement modifié les pratiques nationales du traitement des opérations financières. Cela n'a pu se faire que par une adaptation du cadre juridique, réglementaire et bien entendu fiscal de la place française.

Mais à vrai dire, au risque de vous surprendre, les modifications fiscales n'ont pas été aussi importantes, en ce sens que la législation fiscale n'a pas eu à réformer en profondeur la

base légale existante. Autrement dit, le Code Général des Impôts n'a pas fait l'objet, pour le moment du moins, d'une profonde refonte.

Pourtant, il ne faut surtout pas minimiser les impacts de ces réformes, car les modifications comptables et réglementaires qui ont suivi, ont eu pour effet de changer les modalités d'application de la fiscalité aux opérations de marché. C'est ce que je vais exposer maintenant.

J'évoquerai tout d'abord les conséquences fiscales résultant des réformes achevées ou en cours, liées à la levée de la barrière 3. J'aborderai ensuite les travaux menés dans un contexte plus global d'une harmonisation de la fiscalité en Europe, travaux qui ont conduit les autorités fiscales françaises à entamer une série de réformes de notre législation visant à aligner la réglementation fiscale sur les recommandations des groupes de travail mandatés par la Commission Européenne (barrières 11 et 12 notamment, mais pas seulement).

Impacts fiscaux liés à la levée de la barrière 3

Tout d'abord, je voudrais revenir sur une réforme importante de notre droit dont les conséquences fiscales ont eu des effets non négligeables sur les procédures opérationnelles : La réforme du transfert de propriété.

Lors des premiers travaux d'analyse sur l'identification des impacts dus à cette réforme, l'in-

quiétude pointait sur l'ampleur de la tâche, au vu des nombreux textes qui faisaient référence à la notion de propriété comme base légale d'imposition (les termes d'associés ou d'actionnaires revenaient très fréquemment dans la doctrine administrative).

Heureusement, il n'a pas été nécessaire de bouleverser tous ces textes fiscaux, car finalement, c'est une adaptation de notre droit, modifiant le Code Monétaire et Financier et le règlement général de l'AMF qui a posé les bases légales de la réforme et permis d'en déduire les règles fiscales.

La réforme du transfert de propriété (en vigueur depuis le 1^{er} avril 2006)

C'est l'ordonnance du 31 mars 2005, portant simplification des règles de transfert de propriété et modifiant les articles L. 431-2 et L. 431-3 du Code monétaire et Financier qui a servi de base à la réforme, le Code Monétaire et Financier renvoyant au Règlement Général de l'AMF dont le collège a adopté en juillet 2005, la version définitive du projet.

Cette réforme a eu pour conséquence opérationnelle une modification de la nature juridique des écritures comptables enregistrées au compte des clients. D'abord une comptabilisation permettant de constater, dès la date de négociation, les droits attachés aux titres acquis qui, ensuite devient, le jour du règlement et de la livraison, une inscription en

compte emportant le transfert de propriété. Bien entendu, ces changements ont eu des conséquences sur le traitement fiscal des revenus distribués et des opérations sur le capital.

Fiscalité des revenus

Les droits financiers sont acquis à l'acheteur dès la date de négociation sur la base de l'enregistrement comptable réalisé à cette même date.

Ce changement conduit :

- ▶ À attribuer le dividende intercalaire à l'acheteur, alors même que ce dernier n'est pas propriétaire des titres.
- ▶ À supprimer l'indemnité correspondant au dividende (le flux espèces reçu devient dans tous les cas un dividende taxé, sauf pour les négociations SRD).

Exception : les créances cotées en pourcentages sont exclues de la réforme, en raison d'une décision SBF du 4 octobre 1995 (95-02) qui avait anticipé et fixé le principe du calcul du coupon couru en date de R/L et non plus en date de négociation.

L'article 560-6 du Règlement Général de l'AMF déroge à ce principe en accordant le bénéfice des droits financiers à l'acheteur de titres de créances admis à la négociation, une fois intervenu le transfert de propriété desdits titres financiers.

Fiscalité du capital

Imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières et droits sociaux

L'instruction administrative de 2001 relative à l'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières mentionne précisément que le fait générateur de l'imposition résulte du transfert de propriété.

Ainsi, sans modification des règles fiscales, l'imposition se trouvait reportée de trois jours après la date de négociation.

Le transfert de propriété s'effectuant en date de R/L, le fait générateur de l'imposition se trouve également reporté à cette date.

En conséquence, les négociations exécutées sur le marché les 3 derniers jours de bourse de l'année sont imputables sur l'exercice fiscal suivant. Impacts pour les établissements financiers qui ont dû adapter leurs traitements de fin d'année, mais également pour les investisseurs pour lesquels il a été nécessaire de faire œuvre de pédagogie.

Particularité : les titres qui ne font pas l'objet d'une cotation sont en dehors du champ d'application de la réforme (OPCVM).

Valorisation des titres financiers dans le cadre de l'ISF

Sont soumis à cet impôt les biens détenus au 1er janvier de l'année d'imposition. L'élément déterminant pour la prise en compte d'un bien dans l'évaluation du patrimoine du contribuable assujéti à l'ISF est l'existence d'un droit de propriété.

Conséquences fiscales : La prise en compte ou non dans le patrimoine du contribuable des opérations réalisées les derniers jours de l'année est fonction de la date de transfert de propriété.

Aucune adaptation de la législation fiscale n'a été cependant nécessaire, mais un retraitement comptable des opérations enregistrées en fin d'année doit être opéré afin d'ajuster l'arrêté fiscal sur la règle du transfert de propriété.

Harmonisation des procédures de distributions en cash

Mise en place de la « record date » pour les distributions en cash (novembre 2007)

Le nouvel ordonnancement des dates qui s'est traduit par la déconnexion entre la date de détachement (Ex date) et la date de paiement (payment date) et l'insertion entre ces 2 dates d'une date d'enregistrement (record date) n'a, sur le plan fiscal, pas entraîné de modification de la législation. Les évolutions sont avant tout d'ordre comptable et opérationnel, pour autant elles ont des conséquences sur le traitement fiscal des opérations.

La fiscalité des distributions se fonde sur les

principes juridiques du transfert de propriété qui maintiennent les droits pécuniaires à l'acheteur.

Les droits au dividende sont constatés à la date de détachement sur la base des opérations enregistrées chez le dépositaire central à la « record date », mais le versement n'intervient qu'à la date de paiement, c'est-à-dire 3 jours après la date de détachement et un jour après la date d'enregistrement.

Aucun changement de la base légale, le fait générateur de l'imposition d'un revenu distribué est réputé réalisé à la date de paiement lors du crédit en compte (article 158-3 du CGI).

Les dividendes détachés sur un exercice et payés sur le suivant, seront fiscalement imputables sur l'exercice au cours duquel le crédit en compte est réalisé.

Harmonisation des procédures de distributions en titres

Mise en place de la « record date » pour les distributions en titres (Cahier des charges en cours de finalisation)

De la même façon, l'écart de 3 jours entre la date de détachement et la date de paiement n'a pas d'incidence directe sur la fiscalité proprement dite, le fait générateur de l'imposition résultant de la date de transfert de propriété. Seules les procédures d'application sont concernées par cette réforme. Les impacts sont essentiellement d'ordre comptable, mais peuvent avoir des incidences fiscales.

Point d'attention

Pour les OST de distribution en titres, il y a lieu de dissocier la règle fiscale applicable à l'opération de distribution proprement dite (actif sous jacent) de celle qui sera appliquée aux titres financiers nouveaux obtenus à la suite de cette opération (réorganisation), ainsi :

- ▶ À la date de détachement, les droits, titres, bons, ..., détachés des titres anciens, sont la propriété du titulaire du compte et valorisés dans son portefeuille dès l'enregistrement comptable (le titre ancien ayant décoté).
- ▶ À la date de paiement, la propriété des titres

Une réforme en appelle une autre : la fiscalité

nouveaux est acquise lorsque l'effet juridique de l'inscription en compte emporte le transfert de propriété. Les titres nouveaux ne seront valorisés dans le portefeuille du titulaire du compte qu'à cette date.

Vers une adaptation progressive de la fiscalité nationale aux normes européennes

L'uniformisation des procédures fiscales

Le groupe FISCO (la levée de la barrière 11)

La barrière 11 du rapport Giovannini a identifié l'obligation pour les intermédiaires étrangers d'utiliser un agent fiscal local pour obtenir les réductions d'impôts à la source prévues dans le cadre des conventions fiscales internationales.

C'est dans ce contexte que la Commission européenne a décidé de constituer un groupe de travail prenant en charge les questions de conformité fiscale : le groupe FISCO composé d'experts des marchés financiers et de la fiscalité était né.

Le mandat du groupe était d'étudier les réglementations et pratiques fiscales en place dans les États membres et de proposer des procédures alternatives plus efficaces.

Les premiers travaux révélèrent la nécessité d'automatiser et de standardiser les procédures permettant d'alléger l'impôt.

Le rapport des experts

Le rapport publié fin 2007, sous forme d'enquête, analyse la façon dont les procédures actuelles entravent le fonctionnement des marchés financiers et en alourdissent le coût. En particulier, pour ce qui concerne les retenues fiscales et les impôts sur les opérations.

Dans son rapport, le groupe formule un certain nombre de recommandations et propose des solutions pour supprimer les obstacles fiscaux.

Les préconisations du groupe

Les membres du groupe relèvent que les investisseurs préfèrent que les taux réduits soient appliqués à la source plutôt que d'avoir à procéder à une récupération d'impôt.

Soulignant :

- que la réduction peut uniquement être obtenue avec l'aide d'une entité autorisée à prélever l'impôt, ce qui engendre un coût supplémentaire pour les intermédiaires étrangers.
- que des difficultés surviennent au sein des chaînes de conservation transfrontalières, lorsque l'information relative à un client doit être transmise entre les intermédiaires qui constituent la chaîne de paiement.
- que les problèmes liés aux transactions effectuées autour de la date d'enregistrement (RD) ne permettent pas de transférer à temps des informations actualisées.

Le groupe propose une procédure visant à limiter les échanges documentaires et suggère de supprimer l'obligation d'utiliser un agent local.

Il conseille notamment de mettre en place une procédure permettant à tout intermédiaire intervenant dans la chaîne de conservation d'être autorisé à prélever l'impôt et d'assumer la responsabilité de la retenue à la source prévue dans le droit interne de chaque pays.

Les intermédiaires peuvent agir soit en tant :

- qu'agent responsable de la retenue qui assume l'entière responsabilité du prélèvement de l'impôt (il le collecte, le reverse aux autorités compétentes, vérifie l'éligibilité au taux réduit des bénéficiaires et archive la documentation requise) ;
- qu'agent non responsable de la retenue qui n'assumera pas la collecte de l'impôt, mais prendra la responsabilité de l'application des taux réduits sur la base de comptes ségrégués par pools fiscaux ouverts dans les comptes de l'agent responsable situé en amont ou dans le cas du maintien d'un compte omnibus, sur la base d'une allocation par taux.

Vous pouvez constater que la procédure décrite s'apparente à celle des intermédiaires qualifiés (QI) de la réglementation américaine. En effet, elle permet, sans exigence excessive en matière de documentation et sans exposer les émetteurs, les intermédiaires et les investisseurs à des risques et des coûts inutiles, de prélever à la source la retenue fiscale.

Une base légale à cette procédure sous forme de contrat-type devra être mise en place, laissant aux intermédiaires la liberté de conclure un tel contrat qui nécessite une adaptation des législations des États membres.

Vers une adaptation de la législation française

Dans cette perspective, la loi de finances pour 2007 a modifié les modalités déclaratives et de paiement de la retenue à la source due sur certains revenus distribués par des sociétés françaises.

L'administration fiscale a procédé à une adaptation des textes autorisant une personne morale européenne à s'acquitter, auprès du Trésor français, de la retenue à la source, lorsqu'elle remplit les conditions suivantes :

- Percevoir les revenus distribués du redevable légal de la retenue à la source ;
- Être mandatée par ce même redevable légal pour effectuer en son nom et pour son compte, la déclaration et le paiement de cette retenue ;
- Avoir conclu avec l'administration fiscale une convention établie conformément au modèle délivré par cette administration.

La demande initiale devait permettre aux affiliés directs d'Euroclear de collecter la retenue à la source pour le compte de l'État français, mais en réalité le champ d'application de la loi n'est pas aussi limitatif, le périmètre vise les personnes morales établies dans un État membre de la Communauté européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'EEE (hors Liechtenstein), sans en restreindre l'application aux seuls affiliés directs.

La mise en œuvre de ces nouvelles dispositions (en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2007, mais effectivement en place depuis le 1^{er} trimestre 2008) n'a, semble-t-il, pas eu le succès escompté, dans la mesure où nombre de difficultés pratiques limitent encore son utilisation (procédures de paiements multiples, relations parfois difficiles avec l'administration). Mais également subsiste une question de fond sur laquelle les autorités fiscales sont restées intransigeantes, à savoir la responsabilité ultime de la retenue à la source qui, selon les textes actuels, repose toujours sur l'agent payeur français qui reste le seul redevable légal de l'impôt dû.

Les professionnels ont bien entendu attiré l'attention, sur ce point, de l'administration fiscale française, à l'occasion de l'étude de la procédure proposée par le groupe d'experts.

Néanmoins, nous sommes globalement satisfaits de ces avancées qui permettent d'espérer la mise en place d'un cadre fiscal qui tend à répondre aux recommandations contenues dans le rapport du groupe FISCO et qui s'inscrit dans la volonté de créer un marché unique.

La législation française s'adapte progressivement à la réglementation européenne

Un pas de plus vers l'harmonisation

Depuis le 1^{er} janvier 2008 la loi prévoit pour les personnes physiques résidentes d'opter pour le prélèvement forfaitaire libératoire au taux fixe de 18 % sur les dividendes et distributions versés par des sociétés françaises. Cette faculté de choisir entre le taux forfaitaire et le barème progressif de l'impôt sur le revenu était jusqu'à cette date réservée aux seuls produits de taux.

Dans leur volonté de proposer un traitement fiscal égalitaire conforme aux règles européennes, les autorités fiscales ont décidé d'abaisser également le taux de la retenue à la source de 25 % à 18 % pour les personnes physiques résidant dans un État de la Communauté européenne, en Islande et en Norvège.

Les adaptations fiscales déjà réalisées

Directive sur l'épargne

Je dois bien sûr rappeler la directive sur l'épargne, transposée en droit interne par la loi de finances rectificative pour 2003 et entrée en application le 1^{er} juillet 2005.

L'objectif de la directive est de mettre en place un système d'échange de renseignements au sein de l'Union européenne (ou à défaut une retenue à la source) afin de permettre l'imposition effective des paiements d'intérêts dans l'État membre ou un bénéficiaire effectif, personne physique ou entité, à sa résidence.

La transposition en droit interne de la directive sur l'épargne a d'une certaine manière contribué à adapter la législation applicable aux produits de taux, l'administration fiscale ayant assoupli les justifications à produire pour obtenir le bénéfice du taux de droit interne.

Ces dispositions ont eu des conséquences opérationnelles en matière déclarative notamment, mais d'un point de vue fiscal, les modalités pratiques en ont été simplifiées.

La levée de la barrière 12

La barrière 12 recommande la suppression de toutes dispositions exigeant que les impôts sur les transactions sur titres soient collectés par le biais de systèmes locaux afin de préserver une égalité de traitement entre les investisseurs nationaux et étrangers.

La loi de finances pour 2008 a supprimé l'impôt sur les opérations de bourse à compter du 1^{er} janvier 2008 en abrogeant les articles du Code Général des Impôts concernés.

Conclusion

L'harmonisation européenne du post-marché a eu des effets importants dans tous les domaines, juridique, réglementaire, opérationnel et fiscal. Nous avons vu que le processus des adaptations fiscales lancé en 2006 avec la réforme du transfert de propriété, poursuit sa mise en place, parfois de manière imperceptible, mais toujours continue.

L'administration française s'attache, aujourd'hui encore plus qu'hier, au respect des règles européennes, en les intégrant dans les évolutions du droit interne, même si parfois, subsistent quelques omissions sanctionnées par les hautes juridictions (comme la CJCE ou le Conseil d'État: le dernier en date => l'arrêt du 13 février 2009 sur le régime fiscal des OSBL européens).

Néanmoins, la Direction de la législation fiscale demeure, de plus en plus, attentive à cet environnement communautaire. Certes, nous sommes encore loin de l'harmonisation parfaite en Europe, beaucoup de chemin reste à parcourir. Mais cette prise de conscience de l'environnement européen par les autorités fiscales est assez récente, on ne peut que s'en féliciter.

Cependant, il est indéniable que les progrès réalisés sont significatifs, à l'égard des projets considérables, entrepris ces dernières années, mobilisant à la fois administration, organisations professionnelles, représentants des infrastructures de marchés, tous contribuant à faire avancer les projets d'un post-marché européen harmonisé.

N'oublions pas quand même la responsabilité de l'Union Européenne qui, malgré son marché unique, n'a toujours pas réussi à achever son intégration sur le plan fiscal.

Moraliste français du XVI^e siècle le Marquis de Vauvenargues (1715/1747) a dit:

La patience est l'art d'espérer. ■

Table ronde



Table ronde Lever la barrière 3 : quels impacts pour nos métiers du post-trade ?

Animée par **Éric DEROBERT**,
Vice-président de l'AFTI et membre du groupe CESAME II,
Head of Market Infrastructures, CACEIS

Participants :

Frédéric BECK, Head of Custody Operations,
BNP Paribas Securities Services

Philippe BELLANDE, Animateur du groupe AFTI Conservation,
Adjoint au Directeur du hub conservation retail et institutionnel,
Société Générale Securities Services

Brigitte DAURELLE, Secrétaire Général, Euroclear France

Anne MAIRESSE, membre du Corporate Action Joint Working Group
et du Corporate Action Sub Group, Senior Business Manager Infrastructure
and Service Design Head of Brussels Branch, LCH.Clearnet SA

Pierre MARSAL, Consultant en droit européen, ANSA

Sylvie VERNET GRUOT, Animatrice du groupe AFTI Émetteur,
Senior Advisor, CACEIS



Éric DEROBERT

Bonsoir à tous,

Les interventions qui ont précédé cette table ronde nous ont permis de comprendre à quel point ce processus d'élimination des barrières « Giovannini » est à la fois un processus de portée très large par sa dimension européenne et très structurant pour l'ensemble de la chaîne des acteurs. C'est cette diversité que l'AFTI a souhaité illustrer en réunissant autour de cette table ronde des représentants des utilisateurs, des intermédiaires et des infrastructures.

Le premier thème que je souhaiterais aborder est la vision que nous avons autour de cette table du processus d'élimination de la barrière 3.

Ainsi, Brigitte Daurelle, pourquoi, du point de vue d'un conservateur central de titres, cette harmonisation vous semble-t-elle si critique et comment pouvez-vous illustrer ce besoin d'harmonisation que les CSD ressentent en Europe ?



Brigitte DAURELLE

L'intérêt que les CSD portent à l'harmonisation des OST tient à leur position particulière dans la chaîne de valeur. Nous avons par nature vocation à faire le lien entre les émetteurs et leurs agents, et les teneurs de compte conservateurs et ce rôle central nous amène, sur notre marché domestique, à initier des projets visant à rendre les process OST plus efficaces afin de réduire les coûts et les risques pour l'industrie.

Ce qui était déjà vrai dans un contexte domestique devient un must dans la période que nous vivons, période d'internationalisation et de consolidation de nos métiers. En effet, l'harmonisation est une condition sine qua non à tout projet de consolidation en Europe et l'émergence d'un CSD européen est intrinsèquement liée à la problématique de standardisation et d'harmonisation des OST. C'est la raison pour laquelle les CSD du groupe Euroclear se sont très fortement impliqués dans tous les travaux européens de définition des standards.

Pour donner un point de vue sur ce qui a déjà été fait en matière d'harmonisation des OST, on peut dire que des progrès très importants ont été réalisés sur la définition des standards européens: désormais, la cible est clairement définie. En revanche, en termes de mise en œuvre, si on regarde le niveau européen, nous sommes encore loin du compte: la nomenclature n'est pas harmonisée, l'ordonnement des dates est différent d'un marché à l'autre, les pays qui travaillent en normes ISO restent très peu nombreux, les services d'annonce ne sont pas généralisés, etc.

À cet égard, il convient de noter l'engagement de la Place de Paris sur le chemin de l'harmonisation des OST. Au-delà d'une contribution très active sur la définition des standards cibles européens, des avancées tout à fait significatives sont déjà à porter à notre actif en termes de mise en œuvre: la nouvelle nomenclature a été adoptée dès novembre 2007, l'ordonnement des dates pour les paiements espèces a été modifié pour adopter le standard européen, et plus généralement

dans le cadre d'ESES, les marchés belge et hollandais ont adopté les normes ISO pour les OST en début d'année.

Éric DEROBERT

Anne Mairesse, vous représentez LCH.Clearnet SA.

Quelle est votre vision des besoins d'harmonisation sur les OST?



Anne MAIRESSE

Pour LCH.Clearnet SA, toute cette réforme concerne le flux que nous compensons, on parle alors d'OST sur flux par comparaison aux OST sur stock. Avec les standards qui s'annoncent, dont une partie a déjà été réalisée, on constate une réduction très importante des « market claims », c'est-à-dire de régularisations sur les transactions. En volume, comme les market claims de type cash ne s'appliquent plus que sur les suspens, et vu les excellents taux de dénouement que nous observons sur la plate-forme ESES, nous avons réduit de plus de 95 % les market claims dans les transactions que nous compensons. Cela réduit la charge opérationnelle et le nombre de messages émis. La charge IT et opérationnelle va aller en s'améliorant car ce même ordonnancement de date va s'appliquer pour les distributions en titres et pour les réorganisations.

Autre point, dans le cadre de l'harmonisation, dans notre modèle en double flux, nous proposons le dénouement sur la plate-forme ESES dans les CSD domestiques et dans l'ICSD du groupe Euroclear. Nous devons constater que l'harmonisation des procédures d'OST n'est pas atteinte de façon optimale.

Prenons l'exemple d'un dividende optionnel sur une valeur UK négociée sur le marché français: cela passe par la création d'un code droit en ESES (Euroclear France) alors que ce code droit n'est pas ouvert en Euroclear Banque qui suit les pratiques d'OST du marché d'origine (le marché UK). Lorsque nous

sommes intermédiaires, que notre vendeur est sur la plate-forme ESES et que l'acheteur est en Euroclear Banque, nous ne pouvons pas livrer le droit en EB de sorte que nous nous retrouvons en portage de droit. Nous devons nous-mêmes demander à l'acheteur en EB l'option qu'il souhaitait pour ce droit, élire sur la plate-forme ESES et recevoir ensuite le résultat de cette élection que nous redistribuons à notre acheteur en EB. Ainsi cet effort de la gestion des distributions à option selon les standards est encore à faire et nous sommes très attentifs pour qu'ils se réalisent dans les meilleurs délais.

Éric DEROBERT

Frédéric BECK, comment qualifieriez-vous l'harmonisation européenne des OST?

Est-ce une évolution ou une révolution pour notre marché domestique?



Frédéric BECK

Cette harmonisation s'inscrit globalement dans la parfaite continuité de toutes les grandes évolutions conduites par la Place de Paris durant ces dernières années. On peut classer ces standards en 3 grandes catégories: ceux qui sont déjà en place et font partie de notre paysage opérationnel domestique, comme le traitement automatique des OST sur flux, le transfert de propriété, le déploiement du paiement direct ainsi que toutes les adaptations largement engagées pour la mise en place d'ESES.

D'autres principes proposés, même s'ils ne sont pas encore en place, sont déjà très avancés en termes de réflexion. On peut noter dans cette rubrique la standardisation des délais d'OST, l'unicité de l'ordre des options à tous les niveaux de la chaîne des intermédiaires (réduisant ainsi les risques opérationnels pour l'ensemble des acteurs), le principe du STP évoqué précédemment, dans la communication des informations de l'émetteur jusqu'à

Table ronde

l'investisseur final, ou encore la méthode dite « top-down » pour la gestion des rompus. Enfin, une dernière catégorie de standards n'apporte pas d'amélioration directe pour le fonctionnement du marché domestique: le nouvel ordonnancement des dates pour les OST de distribution en titres, la suppression du délai de centralisation par exemple. Cependant, ces évolutions sont reconnues par tous les professionnels comme nécessaires, et répondent à des besoins de plus en plus critiques auxquels le marché devait s'adapter pour améliorer son efficacité et contribuer à terme au développement des marchés européens.

Éric DEROBERT

Les OST sont la conséquence d'une décision prise par l'émetteur. Pierre Marsal, en quoi les émetteurs, qui sont éloignés des processus opérationnels de ces opérations, s'intéressent-ils à cette harmonisation européenne et quelles sont leurs attentes à cet égard?



Pierre MARSAL

Les OST ont un effet structurant sur les émetteurs qui sont directement concernés par les travaux d'harmonisation. Le principal intérêt est de faciliter la communication entre l'émetteur et l'investisseur final. Dans ce sens, les travaux d'harmonisation y contribuent et s'inscrivent dans un processus beaucoup plus large.

Il y a eu en 2007 une directive sur les droits des actionnaires qui a pris en compte partiellement les préoccupations des émetteurs, l'une d'entre elles étant de faire consacrer au niveau communautaire le principe d'identification des actionnaires. Le texte d'harmonisation renvoie à la loi nationale le soin de déterminer qui est le titulaire du droit attaché à l'action. L'harmonisation en cours au niveau communautaire relance cette discussion. Elle s'inscrit dans un cadre plus large, il y a toute une série d'autres textes communautaires qui poussent

à une demande d'harmonisation. Par exemple, la directive MiFID sur les marchés d'instruments financiers comporte un article qui concerne le libre-choix par l'utilisateur d'un CSD. En appliquant ce principe, un émetteur français pourrait choisir comme dépositaire central Clearstream, dans ce cas, la procédure du TPI devient inapplicable. Les procédures d'identification mises en place au niveau national ne fonctionnent pas en l'absence d'un cadre harmonisé.

Une troisième initiative devrait susciter une harmonisation dans le cadre de la nouvelle Commission Européenne, c'est l'initiative T2S de la Banque Centrale Européenne. L'harmonisation des OST est essentielle pour les émetteurs dans le contexte actuel d'une relance du processus d'harmonisation du droit des actionnaires.

Éric DEROBERT

Après ce premier tour de table qui a permis de dégager un consensus assez clair sur le besoin d'harmonisation, je souhaiterais que nous abordions le deuxième thème qui traite de la méthode retenue pour l'élimination de cette « barrière ». **Brigitte DAURELLE, cet après-midi ont été cités les composants principaux du business model d'EUROCLEAR: ESES puis SP et il est clair que le projet Euroclear était, est et reste en phase avec ces objectifs d'harmonisation.**

Selon vous, aurait-il été possible de fédérer autant d'acteurs autour du projet d'harmonisation, hors un contexte de transformation?

Brigitte DAURELLE

Les projets ESES et Single Platform ont été de formidables catalyseurs et ont permis de mobiliser tous les acteurs de la place. La perspective de construire ensemble la plateforme du futur a amené tout le monde à contribuer et a créé une forme d'émulation. Après une petite période de flottement, chacun a amené ses meilleurs experts pour être certain d'influencer les décisions au moment de la définition des process cibles. Cela a créé une dynamique positive et c'est cette démarche qui a permis de dynamiser et d'alimenter les réflexions sur les standards européens.

Le momentum créé par certains projets est clé dans la dynamique d'harmonisation, on le voit aujourd'hui à nouveau avec le projet T2S dans le domaine du règlement/livraison. C'est certainement la meilleure manière pour avancer vite et de façon concrète. Les réflexions d'harmonisation « in abstracto » sont par nature beaucoup plus lentes et le risque d'enlisement n'est pas négligeable.

Éric DEROBERT

Cette méthode, ces projets, ces transformations supposent des investissements pour tout le monde. Frédéric Beck, estimez-vous qu'il s'agit d'investissements justifiés pour les acteurs européens?

Frédéric BECK

Cela représente des investissements importants, et chaque processus budgétaire est l'occasion de passer en revue les nouveaux projets d'infrastructure sur lesquels il faudra consacrer des jours/hommes en analyse et en développements système!

Il est intéressant de noter qu'au cours des dernières années, l'accent a été mis sur la modernisation des flux, de la négociation au règlement - livraison, en passant par la compensation et par les flux cash. Or, on se rend compte qu'à chaque fois, c'est un projet d'infrastructure majeur qui a permis de concrétiser ces évolutions.

Aujourd'hui, c'est donc naturellement que l'on se tourne vers le « transaction management », aussi appelé « OST sur flux », ainsi que vers le Custody, avec la définition de standards européens sous l'égide du groupe CESAME 2. Cette initiative permettra d'atteindre d'ici la fin de l'année un consensus sur les standards de marché liés aux OST, et représentera un engagement pour tous les participants à leur mise en place. Et comme dans la plupart des cas, c'est un projet majeur d'infrastructure, Target 2 Securities, qui permettra de matérialiser ces standards, en fixant un calendrier concret à leur mise en œuvre, avec une date butoir fixée à 2013.

Enfin, il est important d'avoir une vision de la cible assez tôt, afin de catalyser les efforts et d'orienter les investissements dans la bonne direction.

Éric DEROBERT

Anne Mairesse, en ce qui concerne la procédure retenue, y a-t-il eu des points non résolus? Quelle était la méthode de gouvernance et de décision et quels sont les commentaires que vous pourriez faire sur la procédure de définition des standards à travers le CAJWG (Corporate Actions Joint Working Group)?

Anne MAIRESSE

Le CAJWG est présidé par Werner Frey de SIFMA. En termes d'organisation, c'est un groupe de travail qui a démarré il y a 18 mois, et qui se réunit une fois par mois des journées complètes voire des doubles journées.

Dans ce groupe sont représentés différents banquiers, conservateurs, la Fédération des banques européennes, des infrastructures de marché, et des émetteurs. On suit un calendrier très strict, on a débuté avec les OST les plus simples, soit les OST de distribution titres et distribution cash. On s'appuyait sur des travaux qui ont déjà été produits par la Commission l'année auparavant. À titre anecdotique, on a par exemple passé plus de 3 réunions pour se mettre d'accord sur la définition « d'interim security » sans être complètement satisfaits de cette définition.

La première consultation est sortie en septembre 2008, elle a donné lieu à beaucoup de retours, qu'il a fallu dépouiller. Nous sommes désormais en train d'analyser les retours de cette consultation sur laquelle nous allons apporter quelques modifications.

En ce qui concerne le volet transaction management, la partie « buy protection » n'a pas reçu beaucoup de succès. C'est un service qui va permettre à l'acheteur tant qu'il n'est pas livré, de faire part de son choix d'option sur le flux. La première étape nécessitera pour l'acheteur d'envoyer vers sa contrepartie le choix de son option de façon automatique en messagerie ISO. La deuxième étape sera au moment où il faudra transformer la transaction en attente de dénouement et prendre connaissance du contenu de la « buy protection ».

Ce service va nécessiter des investissements de la part des acheteurs, des vendeurs, et de la part des infrastructures qui seront au centre de ces transactions. La raison pour

laquelle cela n'a pas eu le succès escompté, c'est que les standards proposent d'un côté de réduire les besoins de « buy election » en positionnant les dates clés de sorte que la buy protection devrait être limitée aux transactions en suspens et d'un autre côté de développer des nouveaux messages de buy protection en format ISO20022 car ils n'existent pas en ISO15022. Quand on connaît les excellents taux de dénouement existant déjà sur la plate-forme ESES, et les mêmes taux de dénouement que nous espérons demain sur la plate-forme T2S, on peut comprendre que certains marchés soient réticents à faire ces investissements. Par exemple, le marché allemand a déjà signalé qu'il n'avait pas l'intention d'automatiser entièrement ce service mais il le supporte et le servira de façon plus manuelle.

Éric DEROBERT

La procédure retenue est ainsi celle de la définition de standards qui, bien que leur nombre puisse sembler important (150 environ) ne pourront pas traiter tous les cas d'espèces. Par ailleurs les standards liés aux Assemblées Générales font l'objet d'un traitement individualisé, par un groupe dédié.

Sylvie VERNET GRUOT en quoi ce traitement particulier se justifie-t-il? Quelles sont les spécificités des services aux émetteurs?



Sylvie VERNET GRUOT

Nous sommes dans une problématique où l'ensemble des intervenants nous ont montré par différentes illustrations la complexité des chantiers qui sont en cours et qui restent à mener pour cette levée de la barrière 3.

On voit que nous avons à prendre en compte une infinité de processus et de types d'opérations mais aussi un certain nombre d'acteurs qui relie l'Émetteur à l'Investisseur Final. Dans le cadre très particulier du métier de

service aux émetteurs, le mandataire de l'émetteur est son conseil technique, celui qui, par le biais des mandats que l'émetteur va lui confier, va mettre en place les opérations. Il est donc concerné par l'ensemble des prestations qu'il met en œuvre pour le compte de cet émetteur qui commence par la tenue d'un registre nominatif, qui se poursuit par l'organisation et la mise en place des assemblées générales et enfin par la mise en œuvre des opérations sur titres qui sont décidées lors du vote en assemblées.

Les interventions des mandataires d'émetteur se font dans le respect des intentions de l'émetteur et de ses obligations vis-à-vis des investisseurs. Les prestations se déclinent sur 2 thèmes : la centralisation des opérations sur titres allant de l'annonce des modalités, la relation avec tous les acteurs de la place, jusqu'à la mise en œuvre opérationnelle qu'il s'agisse d'investisseurs résidents ou non. Le second thème est la tenue d'un registre nominatif pour lequel le mandataire d'émetteur agit, dans le cadre d'un agrément spécifique de teneur de compte conservateur dans le cadre du registre, pour gérer de la clientèle, c'est-à-dire des investisseurs institutionnels résidents ou non.

Le mandataire d'émetteur est concerné par tous les aspects qui ont été évoqués aujourd'hui. Dans ce cadre, il est important de respecter les visions et les attentes de l'émetteur notamment pour ce qui concerne la sécurité des opérations (éviter « l'Over Voting » et garantir la cohérence entre le capital et les titres en circulation) et de les faire valoir dans les groupes de travail. Les positions sont défendues ardemment par tous les représentants puisque chacun va faire valoir ses arguments. Les mandataires des émetteurs présentent les arguments des émetteurs, leurs clients, et parfois ne défendent pas les mêmes positions ni les mêmes approches que leurs collègues des autres secteurs du métier.

C'est le jeu, et il convient que des solutions soient trouvées dans le cadre du marché français qui fera valoir ses positions au niveau des instances européennes et notamment dans les « Corporate Action » ou « General Meeting Working Groups » de façon à se faire entendre et défendre nos points de vue. Nous avons déjà beaucoup avancé mais il va falloir aller

Table ronde

plus loin encore et décliner l'ensemble de ces évolutions dans les différentes opérations et dans le quotidien de nos acteurs, de nos équipes et de nos systèmes d'informations.

Éric DEROBERT

Je souhaiterais désormais envisager avec vous le futur et les conséquences prévisibles de l'aboutissement du processus d'élimination de la barrière 3

Philippe BELLANDE, quel sera l'impact de cette harmonisation, les limites et les bénéfices que nous pouvons attendre de cette harmonisation, particulièrement en ce qui concerne l'organisation interne des intermédiaires ?

Quels gains économiques pourraient en attendre la clientèle retail ?



Philippe BELLANDE

Plusieurs points en matière d'impact sur l'organisation des back offices : tout d'abord, la situation peut extrêmement varier d'un établissement à un autre selon son organisation, la nature de ses clients... Dans la plupart des cas, néanmoins, des équipes sont dédiées au traitement des OST dans l'environnement ESES et d'autres sont en charge des OST pour le reste du monde : Il y a aujourd'hui des spécificités telles dans un certain nombre de pays qu'on a la nécessité d'avoir des expertises locales pour répondre aux exigences de qualité de service et de sécurité des opérations. L'harmonisation signifie pour nous industrialisation des process, c'est un des gains essentiels attendus par les patrons de back offices.

L'harmonisation va entraîner, d'une part, une réduction des risques opérationnels. Rappelons que le traitement des OST fait partie des opérations post-marché les plus risquées et notamment les OST sur les valeurs étrangères.

Elle va permettre, d'autre part, une réduction des coûts de traitement grâce à l'automatisa-

tion d'un certain nombre de process, ce qui rendra plus efficaces ces différents traitements et améliorera le STP.

En matière d'organisation cela signifie plusieurs choses. D'abord, l'impact va être très différent en fonction des acteurs. Il y a des structures qui sont déjà très standardisées avec des équipes très homogènes, avec des outils déjà partagés. Il y a d'autres établissements avec des équipes éclatées, des outils disparates. Il faut se méfier à trop généraliser, il y aura des réalités différentes. Il ne faut pas négliger non plus les freins à une harmonisation complète, comme on le voit sur la fiscalité où on est plutôt dans des domaines d'adaptation progressive.

De façon générale, cependant, je pense que l'on va dissocier plus fortement le traitement de l'OST, qui va se « tayloriser » dans le temps, de l'analyse de l'opération financière qui va rester à forte valeur ajoutée. Cette évolution risque d'accélérer la concentration des back offices et la mutualisation des plates-formes de traitement.

Quel lien économique pour la partie retail ?

La réalité peut être très diverse en fonction de la nature des investisseurs. 90-95 % des clients retail sont peu actifs, avec en moyenne 3 ou 4 opérations par an et des portefeuilles ne comptant pas plus de 3 ou 4 titres. Ceux-ci sont pour la plupart investis dans des valeurs françaises, majoritairement des « blue chips ». La part investie dans des valeurs étrangères est donc globalement faible. Le gain économique sur le traitement des OST non-ESES pour la clientèle retail doit donc être mesuré à l'aune de ces chiffres.

Aujourd'hui d'ailleurs, le traitement des OST sur valeurs non-ESES ne constitue pas un frein majeur à l'investissement pour la clientèle retail. Les freins sont plus liés à des problèmes de disponibilité de l'information sur ces valeurs, voire à l'obstacle de la langue.

Néanmoins, le coût de traitement d'une OST étrangère demeure 8 à 11 fois plus élevé qu'une OST domestique et l'harmonisation des process devrait – à terme – induire une réduction du coût marginal de traitement des OST.

Le gain économique à attendre de cette harmonisation est proportionnel à l'investissement sur ce type de valeurs de la clientèle retail et au coût d'adaptation de ces standards

pour l'établissement qui tient son compte. Ces deux composantes peuvent être très variables d'un établissement à l'autre.

Pour autant, l'harmonisation des standards européens va s'intensifier, les établissements financiers seront contraints d'adapter leurs outils et leurs process.

La tendance est bien lancée, le gain pour l'investisseur retail se fera dans la durée et de façon potentiellement différenciée en fonction des établissements financiers.

Éric DEROBERT

Frédéric BECK, comment appréciez-vous l'impact du processus d'harmonisation pour votre organisation ?

Frédéric BECK

Pour rappel, les objectifs de cette harmonisation européenne sont de faire de la zone Europe un marché global, plus attractif pour les investisseurs, avec un accès plus facile, permettant ensuite d'accroître les volumes transfrontaliers et de réduire les coûts. C'est pourquoi BP2S a toujours soutenu et pris part activement à toutes les initiatives et groupes de travail visant à harmoniser le paysage post-marché européen.

Pour BP2S, en tant que teneur de compte pour notre clientèle institutionnelle, cette harmonisation est bénéfique car elle est susceptible d'entraîner une augmentation de l'activité. Et même si cela nécessite des investissements importants, l'harmonisation des standards nous permet également de rationaliser nos processus, nos systèmes et notre organisation, ce qui se traduit in fine par une réduction de nos coûts. Par exemple, la mise en place d'Eses sur les marchés Euronext nous a permis de nous organiser plus facilement en tant que « hub », en centralisant nos équipes et en simplifiant notre organisation. L'harmonisation permet à des acteurs globaux de créer des « centres de traitement », capables de couvrir une large zone géographique.

Cependant, toutes les pratiques mettront du temps avant d'être harmonisées. C'est notamment le cas des domaines fiscaux ou juridiques, qui ont été évoqués plus tôt lors de cette conférence. Cela implique donc que ces « centres de traitement » ne seront pas forcément suffisants pour couvrir les marchés

européens et que des acteurs locaux, spécialistes des marchés, ont également leur rôle à jouer à l'avenir. C'est globalement l'approche adoptée par BP2S en termes d'organisation, avec des équipes centrales et des équipes locales à travers nos différentes implantations en Europe.

Éric DEROBERT

Dernier point, que reste-t-il à organiser et quels sont les défis pour que cette harmonisation à l'échelle européenne se concrétise?

Brigitte DAURELLE, comment voyez-vous les échéances à venir du point de vue d'un CSD?

Brigitte DAURELLE

La prochaine grande étape est le projet SP Custody qui marquera la poursuite des efforts d'adaptation des pratiques du marché français aux standards européens, avec des chantiers tels que le changement de l'ordre des dates pour les distributions en titres, la généralisation du paiement direct, ou encore l'adoption des normes ISO pour toutes les OST.

Par ailleurs, en termes fonctionnels, SP Custody permettra d'harmoniser et de standardiser les flux OST depuis l'émetteur et son agent jusqu'au teneur de compte conservateur, grâce à un processus STP de bout en bout qui réduira les risques d'erreur et accélérera la vitesse de circulation de l'information.

Sur le plus long terme, on peut également anticiper que le projet T2S renforcera le besoin d'harmonisation des processus OST entre les CSD qui rejoindront T2S. L'un des gros challenges du projet sera en effet l'efficacité avec laquelle on parviendra à articuler la relation entre le règlement livraison qui sera géré sur une plate-forme unique et le custody, dont les OST/flux, qui sont gérés sur les plates-formes de X CSDs. Dans un tel contexte, on imagine la complexité si chacun des CSD construit l'interface à sa manière et gère le traitement des OST/flux de façon complètement différente de celle de ses homologues.

Éric DEROBERT

Anne Mairesse, comment voyez-vous les échéances à venir du point de vue de LCH.CLEARNET SA?

Anne MAIRESSE

On a beaucoup parlé aujourd'hui de la levée de la barrière 3, l'harmonisation des OST va forcer tous les CSD et CCP à l'horizon T2S à travailler de façon identique et rigoureuse au champ près, dans la mesure où ils vont envoyer des messages vers la plate-forme T2S. Il y a une autre barrière qui devrait aussi être levée, c'est la barrière 7 qui concerne l'harmonisation des cycles de dénouement.

On ne va pas pouvoir lever entièrement les problèmes des OST si nous n'avons pas au niveau de l'Europe, réalisé cette harmonisation du cycle de dénouement. À titre d'exemple et pour le bénéfice de nos clients, nous pourrions proposer du netting entre des transactions faites sur un marché et sur un autre. Aujourd'hui, vous avez une transaction sur une valeur allemande négociée sur les marchés Nyse Euronext qui ne peut pas être compensée avec une transaction sur cette même valeur négociée sur le marché Deutsche Börse parce que non seulement les cycles de règlement ne sont pas harmonisés mais les dates clés pour le traitement des OST ne le sont pas non plus. Tant que cette harmonisation n'est pas réalisée, on ne pourra pas proposer du netting, qui représente un enjeu majeur pour le futur.

Éric DEROBERT

Frédéric BECK, estimez-vous que l'harmonisation européenne des processus aura des conséquences en ce qui concerne les conditions de concurrence entre les acteurs?

Frédéric BECK

Je souhaite rappeler que du point de vue des investisseurs, l'harmonisation des standards, en ce qu'elle facilite l'accès aux marchés européens, favorise la concurrence entre les acteurs et est susceptible de se traduire à terme par une diminution de leurs coûts.

Pour ce qui est des teneurs de comptes locaux, la concurrence devrait être renforcée et l'aspect tarifaire sera un élément à prendre en compte. Je pense toutefois que c'est surtout au niveau de leur offre de service que la concurrence devrait s'opérer, l'accès plus facile aux marchés européens leur permettant davantage de se différencier.

L'harmonisation des standards générera également davantage de concurrence au niveau international en ce qu'elle permettra à des acteurs étrangers de s'implanter plus facilement au niveau local dans le paysage européen.

En ce qui concerne le traitement des OST, le principal élément de différenciation entre deux acteurs réside dans les délais de traitement pour transmettre l'information et traiter les ordres. Le point fondamental réside donc dans le nombre d'intermédiaires présents dans le processus liant émetteurs et investisseurs pour les annonces, et investisseurs et centralisateurs pour le traitement des réponses. Comme nous l'avons vu, l'harmonisation des standards sur les OST rendra plus facile l'accès aux marchés, et permettra à des acteurs étrangers d'être « en direct » pour améliorer leur offre de service, au lieu de passer par des intermédiaires. Toutefois, cette démarche relève à mon sens avant tout de décisions que prendront ou non ces acteurs internationaux, en fonction de leur stratégie de développement et de la vision de leur modèle opérationnel international.

Éric DEROBERT

Pierre MARSAL, outre les aménagements techniques des processus des OST quelles sont les attentes des émetteurs en matière d'évolution du cadre réglementaire européen?

Pierre MARSAL

Très brièvement pour les deux bouts de la chaîne que sont les investisseurs et les émetteurs, il est clair que le processus d'harmonisation devrait se traduire par une stabilisation voire une réduction des coûts. Le deuxième élément qui est très important, c'est le STP, c'est-à-dire que l'information circule effectivement jusqu'au bout de la chaîne. Le « default rule », c'est-à-dire la règle de principe, est que l'information aille jusqu'au bout. C'est à l'initiative de l'investisseur que l'information ne doit pas être transmise. La Commission discute d'un nouveau projet sur les titres qui va évoquer cette question et établir quel doit être le contenu de transmission de l'information. ■

Conclusion

Pour lever la fameuse barrière 3 mise en évidence par le rapport Giovannini, il faut résoudre à la fois des problèmes pratiques et des problèmes juridiques. Il faut aussi que les praticiens et l'AFTI jouent un rôle déterminant et soient capables de s'organiser au niveau européen pour élaborer les standards indispensables. Voilà qui constitue à mes yeux la voie la plus efficace, la plus appropriée pour parvenir à trouver des solutions pratiques. S'agissant des questions juridiques, je crois que la démarche entreprise qui consiste à rechercher non pas à harmoniser dans le détail l'ensemble des dispositifs, mais une harmonisation minimale qui permette de rendre compatibles entre elles nos pratiques domestiques, démarche dite fonctionnelle, c'est certainement la plus réaliste et la plus appropriée. Le travail accompli par le Market Implementation Group en France et par ses homologues à l'étranger, comme par les juristes du LCG et les standards mis au point par CESAME qui sont appelés à être mis en œuvre d'ici 2012 témoignent d'un effort collectif que je ne peux que saluer et qui est tout à fait remarquable.

Cependant, je crois que ces efforts ne porteront tous leurs fruits que s'il se manifeste une volonté politique et celle-ci doit se traduire inévitablement à un moment donné par une directive que nous appelons tous de nos vœux.

Au fond, en réfléchissant à ce qui a été accompli, j'ai à l'esprit tout ce que nous avons vécu ensemble et notamment avec Marcel Roncin lorsqu'il s'est agi de réformer en France le régime de la date de transfert de propriété. Cela a demandé beaucoup de temps et je retrouve là ce qui a été évoqué au cours de la précédente table ronde.

Rappelez-vous. Nous avons d'abord connu la phase d'une approche théorique au terme de laquelle il est apparu souhaitable de modi-

fier le régime en place pour que la date de transfert de propriété coïncide non plus avec la date de la négociation mais avec celle de règlement-livraison. Mais pour atteindre cet objectif, il a fallu un catalyseur, sans quoi jamais l'industrie n'aurait accepté de procéder à cette modification. Et ce fut Euronext qui, gérant quatre marchés, a rendu absolument nécessaire l'harmonisation des dates de transfert de propriété et leur alignement sur la date de règlement-livraison. Ainsi, pour paraphraser Jean Giraudoux, je dirai que la place financière n'évolue que sous la contrainte, mais alors avec enthousiasme...

Il faut que les praticiens prennent la mesure de cette contrainte, de cette nécessité ; il faut que les responsables des budgets, au sein des établissements, partagent à leur tour ce sentiment de nécessité – et on a entendu à quel point c'était important de pouvoir intégrer dans les budgets la prise en charge des investissements résultant de ces projets- ce qui suppose que les responsables financiers aient une claire conscience que l'investissement est utile et qu'il se traduira, in fine, par des réductions de coûts.

Oui le travail est bien avancé, oui à l'évidence il reste sans nul doute du travail à accomplir, mais je crois que cela passe nécessairement, au-delà de toutes les raisons de mettre en place ces réformes, par une impulsion politique menée à l'échelon européen, je crois que la conjoncture nous y aide. Nous constatons les inconvénients de cette hétérogénéité de situations lorsqu'il s'agit de comparer les droits de titres nominatifs au Luxembourg et en France. Celui qui se croyait détenteur d'un OPCVM et donc ayant la possibilité d'intervenir à l'assemblée générale de la SICAV, s'aperçoit aujourd'hui que pour des motifs mal élucidés, ce droit lui est contesté. Ce n'est pas acceptable.



Bruno GIZARD,
Secrétaire Général Adjoint,
Autorité des Marchés Financiers

On constate le besoin absolu d'harmonisation des régimes. Il faut que dans les différents pays, on puisse reconnaître à l'investisseur final la capacité d'exercer des droits à peu près identiques. L'objectif c'est l'accès aux différents marchés européens, le deuxième objectif c'est la réduction des coûts. Pour le régulateur que je représente, le premier est primordial, il ne faut pas que puissent se renouveler des affaires comme celles où un émetteur d'Outre-Rhin avait estimé qu'à l'occasion d'une augmentation de capital, les investisseurs français ne pourraient pas exercer les droits de souscription, cédés sur le marché à des conditions discutables, alors que les investisseurs allemands avaient pu exercer leurs droits de souscription et donc participer à l'augmentation de capital. C'est le résultat de l'hétérogénéité de process en matière d'OST, il ne faut pas que cela puisse se renouveler.

Avec les travaux qui sont en cours, je suis sûr qu'on parviendra à atteindre cet objectif et je suis sûr que l'AFTI relèvera ce défi. ■



Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 03
Fax : 01 48 00 50 48
Site : www.afti.asso.fr

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**
Rédacteur en chef : **Marcel Roncin**
Comité de rédaction : **Eurogroup**
Crédit photos : **Éric Thibaud**
Réalisation : **Café Noir - LFT**
ISSN : 1262-2109



Spécial
Conférence

n°32 - juin 2009

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :

www.afti.asso.fr