

CSDR Settlement discipline :

Optimisation du règlement-livraison, notamment au travers du règlement-livraison partiel

Versioning	Version	2.0
	Date de publication	01 Février 2022

I. PRESENTATION DE LA PRATIQUE EXISTANTE & DESCRIPTION DES IMPACTS

Description de la pratique existante	Le règlement-livraison partiel est une fonctionnalité importante car il permet d'optimiser les dénouements en limitant le poids du suspens à la quantité effectivement manquante et la mise en place de T2S en a fortement facilité l'utilisation au sein des CSDs concernés. Récemment, T2S a étendu le concept de règlement-livraison partiel aux instructions mises en hold par le participant en introduisant le « partial release » ; un TCC peut présenter au dénouement uniquement la quantité disponible sur le compte de son client, et ainsi éviter des annulations et des créations d'instructions. Cette fonctionnalité est possible uniquement si les 2 parties ont autorisé le découpage automatique du dénouement. Il est aussi utile de rappeler que l'indicateur de partiel peut être modifié pendant la vie de l'instruction : une instruction présentée sans partiel, peut être amendée pour optimiser au plus tôt le dénouement. Si le recours au règlement-livraison partiel est obligatoire face aux chambres de compensation, il demeure optionnel, à la main des participants des CSDs et, le cas échéant, de leurs clients pour le reste des instructions. Bien que les teneurs de compte encouragent généralement leurs clients à recourir au dénouement partiel à des fins d'optimisation, ces derniers peuvent opter pour un règlement-livraison total. D'autre part les SSS (Securities Settlement Systems) peuvent appliquer des seuils minimaux pour le déclenchement d'un dénouement partiel.
--	---

Pour être éligibles au dénouement partiel 2 instructions matchées doivent remplir les conditions suivantes :

1. L'indicateur de dénouement partiel est à blanc ou prend une des valeurs suivantes :

- PART ou « blanc » : découpage autorisé
- PARC : découpage autorisé avec un seuil minimum cash (10k€ Equities / 100k€ Bonds)
- PARQ : découpage autorisé avec un seuil minimum titres en respectant le MSU (minimum settlement unit) et le SMU (Settlement Unit Multiple)

Les différentes combinaisons (indicateur partie / contreparties) sont détaillées dans le DSD Euroclear/ESES DSD Euroclear « Matching and settlement services », paragraphe 4.3.3.4 en annexe.

A noter que lors du dernier cycle de dénouement partiel (15h30 – 16h) les seuils ne s'appliquent plus.

Si dans 1 des 2 instructions l'indicateur est renseigné avec NPAR, i.e. découpage non autorisé (quel que soit la valeur dans l'autre instruction), alors aucun découpage n'est possible.

2. Les instructions ne doivent pas faire partie d'instructions liées via « AFTER », « BEFORE » ou « WITH ».

Description de l'impact de CSDR

Avec la mise en œuvre du volet Settlement Discipline de CSDR, les suspens de règlement-livraison feront l'objet de pénalisation quotidienne ad valorem basée sur la quantité restant à dénouer, voire d'un rachat. Le fait qu'une partie de la quantité soit disponible sur le compte du participant ne vient en aucun cas atténuer le montant de la pénalité, comme illustré dans les exemples ci-dessous page 4. Il devient donc essentiel de limiter le suspens à la quantité réellement manquante et dénouer au maximum de ce qui est possible. CSDR impose, d'ailleurs, aux CSDs (sauf rares exceptions) de mettre la fonctionnalité de dénouement partiel à la disposition de leurs participants. Si son utilisation ne devient obligatoire qu'au déclenchement d'un rachat¹ (article 23 du règlement délégué 2018/1229), il est clairement considéré comme la norme : le régime de pénalités CSDR vise à ne pénaliser que les vrais défaillants et à réduire au minimum les suspens grâce l'utilisation généralisée du dénouement partiel. Par vrai défaillant, il faut comprendre le premier maillon dans la chaîne de règlement livraison qui est à l'origine d'un problème de règlement livraison, par un retard de livraison de titres ou de paiement des espèces. La pénalité doit être supportée par ce dernier, et transportée au travers de la chaîne de règlement livraison pour arriver sur celui qui a subi les conséquences de ce retard. Comme indiqué par l'ESMA (*ESMA technical advice* (§2.3))

¹ Les conséquences de l'obligation du dénouement partiel seront traitées dans le document dédié aux rachats.

	Groupe de liaison France Fiche Pratique de marché	
---	--	---

	<i>in order to effectively reduce the number of failed instructions, and improve settlement efficiency in the Union, the focus of the penalty regime should be to disincentivise the original fails, which are the root cause of the issue. This is best achieved by designing a penalty mechanism where penalties are paid by the failing party and are received by the non-failing party. Such a mechanism should be effective in targeting participants which fail to deliver the securities on ISD, and which should be fully subject to the penalty, but should also immunize participants that are failing because they are being failed in turn, because the penalty due would be offset by the penalty received</i> Le régime de pénalisation couvre tous les cas de figure de non-dénouement en bonne date et dès lors donne lieu à deux sortes de pénalités (pour appariement tardif – LMFP (et de suspens de dénouement – SEFP-) ; l'application du dénouement partiel aura un effet en premier sur les SEFP.
--	--

Description de la problématique majeure	Que ce soit parce que l'ordre porte sur une quantité conséquente / un instrument financier peu liquide ou qu'il concerne plusieurs clients (ordre global) et puisque son exécution doit respecter les obligations de Best Execution définies dans MIF2, son dénouement peut faire l'objet / être dépendant de plusieurs instructions de règlement-livraison. La mise en œuvre des pénalités CSDR aura donc un impact financier conséquent si le dénouement partiel n'est pas activé. Comme rappelé par l'ESMA dans son rapport final (ESMA/2016/174) : <i>« 76. The current draft RTS require CSDs to provide partial settlement functionality to their participants and thresholds can be justified by operational reasons or reasons linked to the structure of the financial instrument. Should thresholds be excessive or not be justified they could be assessed as preventing compliance with the RTS requirement. Therefore, it is ESMA's view that in most situations the level of the threshold would lead to minimal differences for the calculation of the penalty.</i> 77. However, as the draft RTS requires CSDs to offer partial settlement functionality to its participants and mandates the application of partials on the last business day of the extension period, ESMA considers that it is appropriate to apply the penalty on the settlement instruction that failed to settle on the ISD irrespective of whether part of the financial instruments were available. This approach constitutes an appropriate balance between respecting the contractual choice of the participants to opt for partials or not and enhancing settlement efficiency as partials will become mandatory a few days after the settlement fails.
---	---

	Groupe de liaison France Fiche Pratique de marché	
---	--	---

	Par exemple, du fait de la « best execution », l'exécution peut se faire sur différents marchés réglementés et/ou en internalisation systématique. Le broker reçoit généralement plusieurs livraisons de titres de la part de plusieurs CCPs et autres brokers. S'il ne peut relivrer les quantités reçues, il se retrouvera indûment pénalisé puisque la pénalité portera aussi sur les quantités dont il dispose. Face à des contreparties de type CCPs, le règlement partiel est obligatoire pour l'intermédiaire, il doit donc pouvoir livrer partiellement, en fonction de ses différentes réceptions, afin de fluidifier la chaîne de règlement livraison, limiter le coût des pénalités et par la même ne pas subir une asymétrie de traitement (CCP vs autres contreparties)
--	--

Description des rôles de toutes les parties prenantes (FACULTATIF)	
--	--

Schéma des flux (FACULTATIF)	<u>Exemple 1 (intermédié) :</u> Exécution sur le marché d'un achat de 1000 titres pour le compte d'un client ; la CCP / ou contrepartie ne peut livrer qu'une quantité de 400 en J+2 Pour rappel, ○ la CCP exige la mise en place du partiel avec ses adhérents ○ en revanche, le dénouement partiel entre le broker et le TCC du client reste optionnel <u>Option 1 :</u> le client accepte, via son TCC, un dénouement partiel ; en conséquence, il reste 600 titres en suspens. En termes de pénalités : ○ le client (via son TCC) recevra la pénalité pour une quantité de 600 ○ le broker paiera la pénalité pour 600 et recevra celle de la CCP pour la même quantité La pénalité est limitée à la quantité strictement manquante. <u>Option 2 :</u> le client n'accepte pas le partiel ; le suspens entre le broker et le TCC reste pour la quantité totale (1000). En termes de pénalités : ○ le client (via son TCC) recevra la pénalité pour une quantité de 1000 ○ le broker paiera la pénalité pour 1000 et recevra celle de la CCP pour 600
--	--

=> Le broker subit l'asymétrie de fonctionnement entre le client et la CCP et se retrouve pénalisé sur 400 qu'il aurait pu parfaitement livrer.

Exemple 2 (pur OTC) :

Une table obligataire s'interpose entre une contrepartie souhaitant acheter 100 000 titres et différentes contreparties vendeuses ; en ISD, la table ne reçoit que 98 000 titres, empêchant la livraison des 100 000 à l'acheteur

Option 1 : l'acheteur accepte, via son TCC, de recevoir la quantité déjà collectée par la table ; en conséquence, il reste 2000 titres en suspens.

En termes de pénalités :

- L'acheteur (via son TCC) recevra la pénalité pour une quantité de 2000
- la table paiera la pénalité pour 2000 et recevra celle payée par le(s) vendeur(s) défaillant pour la même quantité

=> La pénalité est limitée à la quantité strictement manquante

Option 2 : l'acheteur refuse le partiel ; en conséquence, le suspens portera sur la quantité initiale soit 100 000 titres.

En termes de pénalités :

- L'acheteur (via son TCC) recevra la pénalité pour une quantité de 100 000
- La table paiera la pénalité pour 100 000 et recevra celle payée par le(s) vendeur(s) défaillant pour une quantité de 2 000

=> La table subit une pénalité (et de facto une perte) sur 98 000 titres alors que réellement il ne lui manquait que 2 000.

Dans tous les cas, la non utilisation du dénouement partiel signifie de facto l'application d'une pénalité sur une quantité non pas manquante mais disponible (et probablement déjà financée).

Liens avec d'autres pratiques

- L'utilisation du mécanisme de Hold pour être présent le plus tôt possible au niveau du CSD et détecter les problématiques de matching (éviter les pénalités de late matching²)

² Si les deux types de pénalité (SEFP et LMFP) utilisent la même formule de calcul et donc aboutissent au même montant, ils diffèrent dans leur mode d'allocation. Les SEFPs sont attribuées au participant ayant empêché le bon dénouement tandis que les LMFPs sont attribuées au dernier participant qui a introduit ou modifié son instruction de règlement-livraison.

	Groupe de liaison France Fiche Pratique de marché	
---	--	---

	○ La gestion des allocations et des confirmations par des voies électroniques ○ La gestion de claims
--	---

II. PROPOSITION DE PRATIQUE DE MARCHÉ

Pratique recommandée	Les établissements du marché français recommandent : ○ Que le dénouement partiel soit généralisé le plus possible : ○ Tant par les participants des CSD ○ Que par les clients des participants des CSD. Les teneurs de compte ne sont en droit ni d'obliger, ni d'imposer à leurs clients le dénouement partiel. En revanche ils doivent sensibiliser et encourager leurs clients à adopter cette pratique à des fin d'optimisation et de minimisation du montant des pénalités. ○ Ainsi Les teneurs de compte proposeront à leurs clients l'activation des partiels par défaut et leur laisseront latitude à refuser cette option. Dans le cas où le client a refusé le partiel automatique T2S (i.e. indicateur = « NPAR » tel que décrit supra), il reste possible de faire du partiel de type « manuel » (indicateur NPAR) qui oblige à l'envoi d'une instruction d'annulation bilatérale avec la contrepartie. Une fois l'annulation effective, de nouvelles instructions sont émises pour un nouveau process de matching avec la contrepartie (splits pour partiels). Le partiel manuel est chronophage et contraignant. De plus, le respect de la date de dénouement d'origine pourra augmenter les coûts supportés du fait de l'application de pénalités de Late Matching (LMFP), les établissements encouragent donc fortement le recours au partiel automatique. ○ Que les participants utilisant la fonction « hold & release » libèrent leurs instructions dès que possible, et en cas de provision insuffisante, procèdent à du release partiel ○ Si l'option est « sans partiel », de procéder dès que possible à la modification de cet indicateur pour permettre l'optimisation du dénouement, avec proposition de passage en mode PARQ (par exemple) pour permettre un découpage au mieux de la quantité suivant la partialisation en place sur l'instruction de la contrepartie.
------------------------------------	--

	Groupe de liaison France Fiche Pratique de marché	
---	--	---

	La non-application du dénouement partiel ne permet pas aux intermédiaires « au milieu » d'une chaîne de transactions / règlements – livraisons d'être immunisés comme le prévoit CSDR. Dès lors ils pourraient être amenés dans certaines circonstances à se retourner contre leur contrepartie et leur demander le reversement de la partie injustifiée. La pratique de marché spécifique aux réclamations en précise le contour et les modalités. Enfin, le recours au règlement-livraison partiel pouvant découler d'un stock réparti sur différents lieux de dépôt, les établissements du marché français rappellent l'importance d'autres pratiques, telles que : ○ La vérification des SSI communiquées aux intermédiaires en utilisant par exemple des solutions de marché comme DTCC/CTM (base Alert) ○ Le contrôle par le client final « vendeur » de la bonne disponibilité des titres avant l'exécution : • Vérification du stock chez son TCC et si requis la réservation d'emprunt de titres • Demande de retour d'emprunt en cas de prêt automatique des titres • Conversion de titres au nominatif pour les titres négociés au porteur • Et toutes autres actions pouvant assurer la bonne disponibilité des titres. ○ L'utilisation d'opérations d'auto-borrow chez son teneur de compte - conservateur pour couvrir les fails de dénouement
--	--

Description des rôles de toutes les parties prenantes (FACULTATIF)	
---	--

Schéma des flux (FACULTATIF)	
-------------------------------------	--

III. MISE EN OEUVRE

Horizon de mise en oeuvre	Avant l'entrée en vigueur du volet Settlement Discipline de CSDR	Lors du démarrage en production sur T2S	Après l'entrée en vigueur
	☐ Date: _____	☐ Date: _____	☐ Date: _____

4.3.3.4 Examples of partial principles

Instruction of client A	Instruction of client B	Resulting (Matched) transaction	FOP		DVP / DWP		
			First partial settlement	Subsequent partial settlement	First partial settlement	Subsequent partial settlement	Last partial settlement
PARC	PARC	PARC	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Cash amount + Minimum / Multiple	Cash amount + Multiple considered	No threshold considered
PART	PART	PART	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Cash amount + Minimum / Multiple	Cash amount + Multiple considered	No threshold considered
PARQ	PARQ	PARQ	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	No threshold considered
Blank	blank	PART	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Cash amount + Minimum / Multiple	Cash amount + Multiple considered	No threshold considered
PART	PARC	PARC/PART	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Cash amount + Minimum / Multiple	Cash amount + Multiple considered	No threshold considered
PARQ	PART	PARC/PART	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Cash amount + Minimum / Multiple considered	Cash amount + Multiple considered	No threshold considered
PARQ	PARC	PARC/PART	Minimum / Multiple considered	Multiple considered	Cash amount + Minimum / Multiple	Cash amount + Multiple considered	No threshold considered
NPAR	whatever	NPAR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Minimum = Minimum Settlement Unit (MSU)

Multiple = Settlement Unit Multiple (SUM)