

>> Réduction des délais de Règlement/Livraison : quels impacts ?

Olivier Walter, Manager Senior

A l'initiative du rapporteur Jérôme Chartier, un premier projet de loi de régulation bancaire et financière a été adopté en première lecture à l'Assemblée nationale le 10 juin 2010. Il prévoyait pour les transactions dénouées dans un système de Règlement/Livraison, une date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervenant au terme d'un délai inférieur à un jour de négociation après la date d'exécution des ordres. La version finale de la loi, votée le 11 octobre dernier, prévoit finalement un délai de deux jours. Néanmoins, les répercussions sur les différents acteurs intervenant dans le processus de Règlement/Livraison ne sont pas négligeables.

Quelles ont été les motivations des parlementaires à légiférer ? Quels impacts la réduction des délais de Règlement/Livraison peut avoir sur les acteurs concernés, des donneurs d'ordres au dépositaire central en passant par les brokers et la chambre de compensation ?

>> Un contrôle des ventes à nu sur CDS de dette souveraine

La réduction des délais de Règlement/Livraison fait partie d'un assortiment de différentes propositions portées notamment par une volonté de contrôler les ventes à nu. Ces dernières avaient amplifié les difficultés de certains Etats lorsqu'elles concernaient des CDS⁽¹⁾ sur leur dette obligataire. Une proposition allant dans ce sens a d'ailleurs été adoptée par la Commission Européenne le 15 septembre dernier (proposition transmise au Parlement européen et au Conseil pour une application au 1^{er} juillet 2012). Cependant, le lien entre les CDS et la réduction des délais de Règlement/Livraison des actions listées sur les marchés centralisés n'est pas évident.

En réalité, bien qu'issue du problème des CDS sur dette souveraine, la volonté de contrôler les ventes à découvert s'est étendue à tous les actifs. Elle se traduit par le souhait de restreindre les possibilités de recours à ce type de vente. En diminuant le délai de Règlement/Livraison qui conditionne le transfert juridique de propriété des titres, le risque lié à l'incertitude sur le bon dénouement de l'opération est réduit pour les parties (en faisant abstraction du rôle de novation de la chambre de compensation) mais surtout, le vendeur doit se procurer les titres dans un intervalle de temps plus court, ce qui peut effectivement l'amener à limiter le recours aux ventes à découvert.

Le législateur a donc souhaité ne pas strictement interdire les ventes à découvert mais en décourager l'usage, du moins sur les marchés réglementés.

>> Un raccourcissement des délais... risqué ?

Actuellement, exceptée l'Allemagne qui applique un Règlement/Livraison à J+2 sur les transactions nationales, les pays européens, le Japon et les Etats-Unis (malgré les exhortations du Président de la SEC⁽²⁾ en 2001 à passer à J+1 au plus tard en 2005) se basent sur un dénouement à J+3 pour les produits financiers négociés sur les marchés centralisés. Sur les instruments concernés (essentiellement les actions), environ 300.000 mouvements par mois issus de la chambre de compensation sont comptabilisés dans ESES⁽³⁾ Paris (et 500.000 sur Amsterdam, Bruxelles et Paris).

Quelles répercussions pour les différents acteurs intervenant dans le processus de dénouement des opérations ?

Globalement, tous les interlocuteurs interrogés indiquent que si le raccourcissement des délais permet en théorie une diminution des risques liés à l'incertitude sur le dénouement des négociations, il laisse moins de temps pour traiter les opérations et augmente ainsi les risques d'erreur et donc de suspens. Dans la même logique, cette nouvelle mesure pourrait avoir un effet inverse à celui escompté : les vendeurs à découvert devant se procurer, par emprunt, les titres dans un intervalle de temps plus restreint, le risque de vente à nu et donc de défaillance augmente en conséquence.

En parallèle de l'augmentation des suspens, on disposera également de moins de temps pour traiter ces derniers et certains se posent la question d'un risque de défaillance en chaîne. Les Middle et Back-Offices devront donc gagner en réactivité, tant sur l'appariement, les confirmations, les prêts-emprunts, que sur la gestion des incidents.

(1) CDS : Credit Default Swap - (2) SEC : Securities & Exchange Commission - (3) ESES : Euroclear Settlement for Euronext zone Securities (plateforme de Règlement/Livraison).



>> Augmentation du risque d'erreur et donc des suspens

Cette réforme nécessitera une meilleure automatisation chez les donneurs d'ordres : les asset managers disposeront de moins de temps pour confirmer et allouer les négociations. Ils devront adopter de nouveaux standards en matière de délais afin de contribuer à l'élévation du taux de SDA (confirmation le jour même de la transaction) pour que ce dernier s'approche de celui du Japon, de Taïwan et de Hong Kong où il est supérieur à 90 % et permette un dénouement effectif des transactions à J+2 sur la plupart des actions⁽⁴⁾.

Au niveau de la chambre de compensation, LCH.Clearnet avait indiqué lors d'un petit-déjeuner organisé sur ce sujet par l'AFTI (Association Française des Professionnels des Titres) et OTC Conseil en octobre 2010, que le collatéral mis en garantie devrait être peu impacté bien que la durée d'incertitude soit réduite. Quoi qu'il en soit, son projet *Trade Date Netting*, qui doit être implémenté avec Euroclear en 2012, participera à l'accélération du processus de dénouement et donc au respect des nouveaux délais. Dans le même ordre d'idées, le projet d'harmonisation européenne du traitement des OST, porté en France par l'AFTI et le CFONB (Comité Français d'Organisation et de Normalisation Bancaires) devrait par ses impacts sur l'ensemble des processus au sein des Back-Offices, permettre d'accélérer également le traitement des ordres.

Du côté des architectures de confirmation et de gestion des accords/refus, si la plateforme SLAB⁽⁵⁾ n'est pas impactée (28 % des instructions sont traitées à J+0), Euroclear a indiqué que le système SBI (Sociétés de Bourse Intermédiaires) devra être techniquement modifié pour le passage à J+2.

Concernant la plateforme ESES, le passage à J+2 entraînera des changements techniques mineurs. Par contre, comme il n'est pas envisageable de travailler avec des dates de Règlement/Livraison différentes selon que l'exécution a eu lieu à Paris, Bruxelles ou Amsterdam, le passage à J+2 nécessite au préalable une harmonisation des pays concernés et donc, une harmonisation européenne.

focus

LE PROJET DE LOI

En France, le Règlement général de l'AMF précise dans son article 570-2 du Livre V que la « date de dénouement des négociations, et simultanément d'inscription en compte, intervient au terme d'un délai de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres ».

Cependant, le texte de loi s'est matérialisé par l'insertion d'un article L. 211-17-1 après l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier portant sur le transfert de propriété des titres : « [la] date de dénouement des négociations, et simultanément d'inscription en compte, intervient au terme d'un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres. Il peut être dérogé à ce délai, pour des raisons techniques, dans les cas énumérés par le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ».

En accord avec les recommandations du rapport Giovannini sur l'harmonisation du secteur Post Marché en Europe, ou celles plus récentes du groupe de travail CESAME2 de la Commission européenne, le texte de loi prévoit une mise en application coordonnée avec l'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen et non plus une mise en œuvre à la date du 1^{er} janvier 2012. Bien que préconisé par de nombreux acteurs, dont M. Mariani, nul ne sait actuellement si cette nouvelle disposition sera appliquée avant ou au moment de la mise en place de Target 2 Securities (T2S) prévue pour 2014, ce qui permettrait sa prise en compte dans le projet d'implémentation de cette nouvelle plateforme.

Enfin, lors de la mise en œuvre effective de la réforme, la gestion simultanée d'opérations à dénouement J+3 et J+2 au moment de la bascule réclamera de nombreux tests préparatoires et une grande coordination.

Ainsi, les bénéficiaires de la mise en application du nouvel article L. 211-17-1 du Code monétaire et financier ne sont pas évidents. La Place a été surprise par cette proposition émanant directement du Parlement sans que les professionnels aient été réellement consultés. Ces réticences avaient déjà été soulignées par le groupe de travail CESAME2⁽⁶⁾ qui avait sondé auparavant les différentes Places européennes. Peut-être que la fusion annoncée entre NYSE Euronext et Deutsche Börse accélérera le changement de mentalité, après tout, outre Rhin, le J+2 est déjà un standard ●

(4) Source : Omgeo - (5) Plateforme SLAB : elle fournit des services de pré-appariement et d'appariement pour les opérations de gré à gré sur instruments financiers admis par le CSD et pour les autres opérations mentionnées dans le DDS « Sous-système d'appariement SLAB » qui décrit le fonctionnement de cette plateforme - (6) CESAME2 : groupe de travail créé pour mettre en place un marché unique européen sans barrières pour la compensation et le FVL des valeurs mobilières.