



**TRIBUNE
HARWELL**

SDR, une discipline de fer trop exigeante ?

Décembre 2020



HARWELL
MANAGEMENT

Harmoniser les cycles de règlement livraison en Europe

Depuis le 17 septembre 2014, la réglementation CSDR (Central Securities Depositories Regulation), ou Règlementation (EU) No 909/2014, vise à harmoniser les cycles de règlement livraison en Europe. Ceci passe par deux principes clés, « fluidifier » et « sécuriser ».

Le régime de discipline de règlement-livraison (Settlement Discipline Regime ou SDR) est la dernière solution apportée par la Commission Européenne pour améliorer l'efficacité du processus de règlement livraison (R/L) des titres ou cash au sein de l'UE/EEE (cf. schéma page suivante). SDR impose à tous les acteurs - par ordre d'impact décroissant - les dépositaires centraux de titres (DCT ou CSD en anglais central securities depository), chambres de compensation centrales, banques conservatrices, plateforme de négociation, brokers et market-makers, et les gestionnaires d'actifs, qui entrent directement ou indirectement dans le processus post-trading et qui sont participants au R/L- d'améliorer le processus de R/L de manière significative, sous peine de sanctions financières dissuasives.

Le régime de discipline de règlement livraison s'appliquera à toutes les transactions exécutées sur une plate-forme de négociation ou un règlement de gré à gré via un CSD de l'EEE. Il n'y a pas d'exemption pour les parties commerciales non européennes pour les transactions réglées auprès d'un CSD de l'UE, même lorsque la partie commerciale non-UE est un participant indirect au CSD.

La mesure s'appliquera aux transactions sur valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, parts dans des organismes de placement collectif et sur les quotas d'émissions de gaz.

Quels sont les changements au niveau de la réglementation et par causalité au niveau des participants qui permettent de garantir la protection du marché paneuropéen ?

La mise en œuvre de ces changements obligatoires exige un investissement important en ressources humaines, sur le modèle opérationnel et les systèmes informatiques. Les régulateurs prévoient qu'ils conduiront à un changement de comportement. Les participants soulèvent d'autres impacts sur leurs activités et leur modèle métier.

« Fluidifier » et « sécuriser » le marché

Le régime de discipline de règlement-livraison vise à encourager un dénouement plus rapide par l'imposition de sanctions financières quotidiennes pour les règlements qui n'ont pas aboutis.

En commençant par de simples recommandations...

L'efficacité du règlement-livraison devrait s'améliorer grâce aux acteurs du marché qui tendront vers un appariement des instructions de settlement en dénouant plus tôt et en réduisant les flux tendus (rognant parfois sur les marges).

Sans apporter de changement, pour garantir ces dénouements, SDR recommande fortement de faire en sorte que les deals matchent bien avant l'ISD (Intended Settlement Date ou date de règlement-livraison prévue) : en clair, les booking doivent être rigoureusement précis et effectués dans les temps opportuns, l'allocation et la confirmation doivent faire l'objet d'une meilleure gestion. Ceci limitera voire évitera les mesures d'application obligatoires des pénalités et des rachats en cas de défaillance.



La réglementation vise à réduire le nombre de transactions sur titres qui ne sont pas réglées à la date de règlement prévue et à réduire la durée de ces échecs de règlement.

« On peut rappeler qu'entre novembre 2018 et novembre 2019, le taux de suspens en T2S (opérations non dénouées) a varié entre 5% et 6% en volume et 6% et 7% en montant (source T2S) ».

...en poursuivant avec des sanctions contraignantes

SDR marque une intensification d'une approche introduite pour la première fois par le règlement sur la vente à découvert de 2012 (Voir préambule 23 et article 15 du règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des swaps sur défaillance de crédit, Journal officiel de l'Union européenne, L86/4) obligeant les contreparties centrales (CCP) qui dénouent les transactions d'actions en Europe à appliquer des sanctions financières en cas de défaillance des membres des CCP et à initier des rachats en cas de défaillance prolongée.

SDR impose donc dorénavant des pénalités en cash; des buy-ins obligatoires (le partenaire commercial « vendeur » doit supporter le rachat obligatoire de titres parce qu'il n'est pas en mesure de livrer les titres lui-même en temps opportun au partenaire commercial «

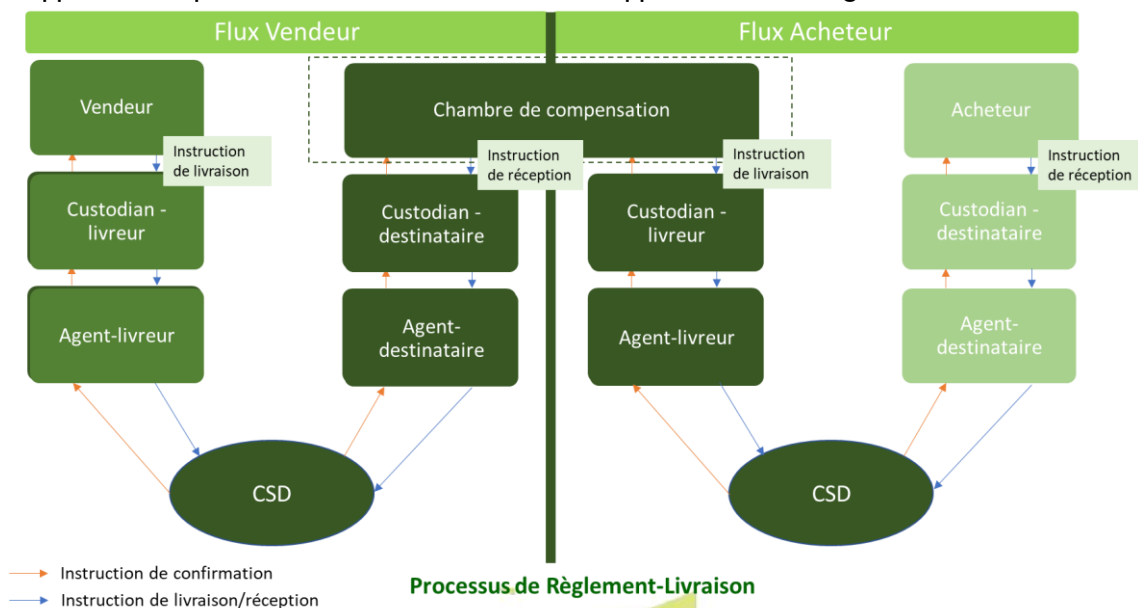
acheteur » ; et la mise en œuvre de reporting réglementaire par CSD.

La pénalité est immédiate mais une tolérance est accordée en fonction de la nature des titres avant que le buy-in soit rendu obligatoire. Les pénalités en espèces seront calculées et appliquées par les CSD à la fin de chaque jour ouvrable depuis l'ISD jusqu'à la date de règlement livraison réelle. Les commissions varieront selon la liquidité et le type d'instrument d'un point de base à un dixième de point de base. Les CSD doivent percevoir les pénalités du participant défaillant du CSD à minima mensuellement pour redistribution au participant CSD destinataire. Les CSD peuvent facturer aux participants séparément les coûts du mécanisme de sanction.

Les CSD fourniront en automatique aux participants des informations continues en temps réel tout au long de la journée.

Les CSD sont tenus de **communiquer à leur autorité compétente des statistiques détaillées des dénouements** (sur une base mensuelle, « informations générales sur les échecs de règlement », « données quotidiennes sur les échecs de règlement », et sur une base annuelle, « informations sur les échecs de règlement », « rapport sur les échecs de règlement »).

En retour, les CSD fixent des tolérances d'appariement de règlement en fonction des



montants de règlement ; accordent une facilité d'annulation bilatérale ; permettent un mécanisme de blocage et de libération ; assurent un recyclage des instructions de règlement qui ont entraîné un échec de règlement et autorisent un règlement partiel.

Certaines exemptions peuvent s'appliquer, les associations professionnelles de l'industrie et l'ECSDA (l'Association européenne des dépositaires centraux de titres) demandent des éclaircissements à l'ESMA (Autorité européenne des marchés financiers), comme par exemple pour les opérations de règlement livraison qui ne représentent pas des ordres de transfert, ou pour les opérations sur titres, et aussi pour les réalignements automatiques T2S.

Il se pose enfin la question des modalités de **rachat des titres** en cas de défaillance (Cf. tableau ci-dessous) : il est prévu l'introduction d'un processus de buy-in obligatoire lorsqu'un participant défaillant ne livre pas les instruments financiers au participant bénéficiaire au minimum dans les 4 jours ouvrables suivant la date de règlement prévue (« période de prolongation »).

Il existe néanmoins des exemptions : en fonction du type d'actif et de la liquidité des instruments financiers concernés, la période de prolongation peut être augmentée de quatre jours ouvrables à un maximum de sept jours ouvrables ; pour les opérations composées de plusieurs opérations, telles que les repo, y compris le rachat ou le prêt de titres, le processus de rachat ne s'appliquera pas si la date de règlement prévue (ISD) de la deuxième transaction est définie dans les 30 jours

ouvrables suivant l'ISD de la première transaction.

Dans ce contexte, le nombre de rachats obligatoires devrait augmenter considérablement après la mise en œuvre du régime de discipline de règlement du CSDR. « Une analyse de l'ECSDA utilisant les données de 2014 de 11 CSD européens estime à 1,8 million de buy-ins par an, soit plus de 2,5 billions d'euros. »

Le succès ou l'échec du processus de buy-in entraînera des paiements : les coûts de rachat lorsqu'un buy-in est complété avec succès ou une compensation en espèces dans le cas où un buy-in ne peut pas être réalisé.

Initialement prévu d'entrer en vigueur en septembre 2020, l'ESMA a demandé à la Commission Européenne de reporter son application au 1er février 2021.

Le rapport final de l'ESMA justifie ce report car elle « considère qu'il convient de prévoir plus de temps avant le début de l'application des nouvelles exigences de discipline de règlement dans le cadre de la CSDR compte tenu de l'étendue et de l'impact du régime de discipline de règlement, qui affecte un large éventail d'acteurs du marché et autorités, et compte tenu de la contribution des parties prenantes et du temps supplémentaire nécessaire en raison de nouveaux développements. »

L'échéance de février se rapproche à grands pas, l'ensemble des participants finalisent les développements, les tests et les mises en production. Auront-ils tous été en mesure

Instruments financiers / Marché	Cycle de dénouement	Période de prolongation	Période de Buy-in	Période différée
Actions liquides	TD+2	4 jours ouvrés après l'ISD	4 jours ouvrés après la période de prolongation	4 jours ouvrés après la période de buy-in
Autres titres dont les dettes	TD+2	7 jours ouvrés après l'ISD	7 jours ouvrés après la période de prolongation	7 jours ouvrés après la période de buy-in
Marchés en développement des PME	TD+2	15 jours ouvrés après l'ISD	7 jours ouvrés après la période de prolongation	7 jours ouvrés après la période de buy-in



d'intégrer toutes ces nouvelles obligations post-négociation ?

Les acteurs se mettent en ordre de marche

Tous les acteurs du marché des valeurs mobilières sont encouragés à investir dans des ressources et les systèmes nécessaires pour minimiser les coûts et les risques et améliorer l'efficacité post-négociation des marchés.

Les participants doivent faire évoluer leur système d'information au niveau du marché (dont le process STP - (Straight Through Processing)), au niveau des CSD, au niveau des contreparties centrales et des plates-formes de négociation, ainsi qu'au niveau de la messagerie SWIFT et des rapports, mais aussi revoir les contrats entre toutes les parties.

Les dépositaires centraux, la messagerie SWIFT et TARGET2- Securities (T2S), la plate-forme de la Banque Centrale Européenne pour le règlement livraison européen des titres, semblent en bonne voie pour finir leurs tests d'ici la fin de l'année.

Les CSD sont tenus de surveiller les échecs de règlement et de signaler à leur autorité compétente les participants qui échouent systématiquement. Le CSD établit un système qui surveille les échecs de règlement et fournit des rapports réguliers à l'autorité compétente sur le nombre et les détails des échecs de règlement et sur toute autre information pertinente, y compris les mesures envisagées par les CSD et leurs participants pour améliorer l'efficacité du règlement.

Les CSD vont donc s'employer à :

- ✓ Développer, par l'intermédiaire de l'ECSDA, un cadre solide pour remplir leur rôle dans le régime des sanctions financières.
- ✓ Déterminer comment surveiller les instructions de règlement et calculer, percevoir, payer et déclarer les pénalités financières.
- ✓ Clarifier les prix de référence nécessaires pour calculer les frais ad valorem sur la valeur des titres non livrés.
- ✓ Envisager comment normaliser les interactions inter-CSD.

SWIFT est en train de mettre en œuvre les nouvelles normes de messagerie et les nouvelles messageries SDR. L'organisme adapte les types de messages standard aux besoins du régime de sanctions financières. La version SWIFT 2020 prévue pour le 22 novembre devrait apporter des modifications aux messages MT de catégorie 5 (marchés des titres), qui sont nécessaires pour permettre la conformité avec le règlement sur le dépositaire central de titres.

Le développement et les tests du mécanisme de pénalité pour T2S ont été effectués et finalisés à la fin novembre 2020.

En revanche, le cas du régime de buy-in obligatoire est différent. Il nécessite plus de temps pour sa mise en œuvre. Il faut revoir les pratiques actuelles du marché, revoir les accords contractuels et effectuer les



développements du SI et les modalités d'accessibilité aux marchés.

Concernant les institutions financières (banques conservatrices, gestionnaires d'actifs, brokers, market-makers), la problématique principale de ces mesures est l'implication profonde et transversale, dans leur mise en place, de beaucoup d'acteurs internes aussi bien business, opérationnels que projets en passant par l'IT, le juridique, les ressources humaines et l'organisation.

Une nouvelle gouvernance, de nouveaux outils et processus de pilotage, ainsi que de nouveaux cadres de procédures doivent être déployés, mettant la gestion des opérations au centre de la politique commerciale. Il s'agit aussi d'automatiser au maximum la gestion des transactions avec des développements importants des SI dont l'amélioration du process STP (Straight Through Processing) et de son système de pilotage. Il est nécessaire d'investir dans des systèmes et des processus pour améliorer le matching des instructions de règlement et déplacer les stocks plus rapidement. Matcher plus tôt dans le process implique également un changement disruptif dans la gestion des données post trade et des transactions :

- ✓ Data management
 - Données de marché liées aux produits (titres notamment)
 - Qualité des données internes liées aux transactions
 - Qualité des données clients (IRL...)
- ✓ Implication forte des CDO (Chief Data Officer), business/MO/BO en termes de gouvernance des données /process trade lifecycle
- ✓ Maintenance de bibliothèques de données avec d'éventuels nouveaux produits / outils de trading

Le système de messagerie doit aussi être revu et adapté.

Au niveau plus opérationnel des équipes Middle/Back Office, les tâches et les rôles devront être clairement redéfinis et répartis :

- ✓ certains membres devront s'assurer du contrôle de tâches plus contraignantes, en lien avec les trades et pre-settlements, s'assurant de l'efficacité, de la rapidité et de l'exactitude du booking du trade. Ces équipes pourront s'appuyer sur un dashboard des positions et des deals pending en temps réel avec des indicateurs de risques ou bénéfices de pénalités/buy-ins, enrichi pour le management à J. Ceci permettra d'anticiper les échecs plus tôt. La gestion du changement sera clé. Par exemple, on peut citer les instructions de règlement-livraison standard et celles du montant total de cash, qui ne devront pas être dissociées car souvent identifiées comme source d'échec de matching.
- ✓ Une équipe devra être dédiée à la gestion des pénalités, et, enfin, une autre devra traiter rapidement le régime de buy-ins, le tout à l'aide d'un tableau de bord de suivi en temps réel. L'ensemble devant faire l'objet de reportings automatiques réguliers.

Le pilotage des opérations, la capacité à créer de nouvelles interfaces de contrôle en temps réel des buy-ins notamment sera non seulement un outil d'éviter des coûts mais aussi potentiellement un outil de création de valeur (en fonction de l'évolution des marchés intraday).

Chacun des acteurs des institutions financières aura des prérogatives plus spécifiques.

Ainsi, les banques conservatrices vont également s'employer à :

- ✓ Revoir les taux d'échec de règlement des courtiers, gestionnaires d'actifs et banques dépositaires utilisés par leurs clients.
- ✓ Lorsque les opérations des gestionnaires d'actifs sont externalisées, travailler avec eux pour développer des processus de paiement et de réception du produit des pénalités financières calculées par les CSD.



- ✓ Déterminer comment concilier les débits et les crédits de pénalités financières avec les clients de la gestion d'actifs.

Les gestionnaires d'actifs doivent eux s'atteler à :

- ✓ Examiner les taux d'échec de règlement de leurs courtiers et banques dépositaires.
- ✓ Lorsque les opérations sont sous-traitées à une banque dépositaire mondiale, discuter avec elle de la manière de payer et de recevoir le produit des pénalités financières calculées par les CSD.
- ✓ Déterminer comment répartir équitablement les débits et crédits pour les pénalités financières entre les différents fonds et clients propriétaires d'actifs.
- ✓ Etudier l'opportunité d'absorber les coûts des pénalités au nom des propriétaires d'actifs et de payer le produit des pénalités aux propriétaires d'actifs.
- ✓ Examiner si les rachats obligatoires augmenteront le risque de vente à découvert.

Enfin, les brokers et les market-makers vont s'attacher à :

- ✓ Revoir les taux d'échec de règlement des contreparties des courtiers et des banques dépositaires, en vue de réduire potentiellement les contreparties avec lesquelles elles travaillent.
- ✓ Examiner les expositions aux titres moins liquides, tels que les obligations de sociétés, les actions de petite à moyenne capitalisation et les ETF.
- ✓ Etudier l'opportunité de réduire la gamme de titres dans lesquels ils proposent des prix bidirectionnels.
- ✓ Enquêter sur l'opportunité d'élargir les spreads acheteur / vendeur sur les titres pour lesquels ils continueront d'offrir des prix.

Enfin, une politique de refacturation des surcoûts des fails et des buy-ins en interne ou aux clients externes sera à ajouter aux accords juridiques. Plus largement, ces derniers

devront être revus avec chacun des participants via des SLA (Service Level Agreement), par exemple.

Même si les acteurs s'alignent, contraints, sur les obligations de SDR, leurs pratiques et leur « business model » vont également évoluer.

Les impacts sur les différents métiers

Tout d'abord, les gestionnaires d'actifs, les banques et les sociétés des métiers titres basés hors d'Europe, mais actifs sur les marchés européens des valeurs mobilières, risquent particulièrement d'être pris par surprise par le régime de discipline de règlement.

Les banques dépositaires (comme les courtiers) examinent leurs homologues et leurs instruments pour identifier les principales sources de défaut de règlement. Ils s'attendent également à aider les gérants d'actifs à se conformer au régime, principalement en jouant le rôle de canaux d'information, même si les rôles et la conception des flux d'informations doivent encore être finalisés.

Beaucoup de trading desks de certains grands courtiers identifient des contreparties, des marchés et des instruments susceptibles de poser problème dans le cadre du régime, ce qui peut restreindre la gamme des contreparties et des instruments qu'ils couvrent ou entraîner une modification de leurs conditions commerciales.

Les propriétaires d'actifs et leurs agents prêteurs peuvent être moins disposés à prêter des titres, ce qui augmente le coût de l'emprunt d'actions pour couvrir les ventes à découvert et les règlements.

En décourageant les ventes à découvert, les rachats obligatoires pourraient également réduire l'appétit des acteurs de marché (brokers et market-makers) à faire des prix bidirectionnels sur des titres illiquides, tels que les obligations d'entreprises et à haut rendement, les obligations de marchés émergents, les actions de petites et moyennes



capitalisations et les ETF. Ils seraient contraints de réduire la couverture et d'élargir les spreads.

Concernant les contreparties centrales, elles discutent entre elles ? pour harmoniser leurs procédures opérationnelles et les calendriers afin que les membres compensateurs ne soient pas désavantagés par des heures limites de règlement différentes.

SDR représente une évolution radicale afin de sécuriser et de fluidifier les échanges sur le marché. Les obligations sont nombreuses et contraignantes. Le non-respect de ces règles pourrait coûter cher au final si un tiers enchaîne les situations de défaut. Le sujet des pénalités mais aussi des buy-ins est particulièrement structurant et impactant. Les détails du régime de rachat, restant à régler, portent sur la question de savoir si les parties défaillantes sont autorisées à recevoir l'avantage si le prix d'achat des actions est inférieur au prix des actions dans la transaction initiale ; la nécessité d'éviter les rachats multiples dans les «chaînes» des échecs de règlement par des

«répercussions» et des paiements en espèces qui ne pénalisent la partie défaillante qu'au début de la chaîne; un manque potentiel d'agents d'adhésion ; la gestion des exemptions. Enfin, les définitions des actions liquides et illiquides doivent encore être finalisées.

L'accompagnement Harwell Management

Harwell Management vous accompagne dans l'implémentation de cette nouvelle réglementation selon trois axes : Stratégie de mise en place (benchmark, solution SI, organisation), Transformation des Opérations et du SI (automatisation, process review, évolution du SI, change management) et Pilotage (politique de gestion et gouvernance, dashboard et Interface de pilotage, reportings). Harwell Management est un cabinet de conseil reconnu et spécialiste de la transformation des métiers Global Market et Securities en Europe. Nous accompagnons les institutions financières dans leur transformation, depuis la phase d'étude à l'implémentation des solutions choisies.

L'accompagnement Harwell Management intègre une double approche : une expertise métier associée au savoir-faire méthodologique du management de projet.

NOS EXPERTS

LE PAVIC Gwenn

Partner - Practice BFI SERVI INVEST

gwenn.lepavic@harwell-management.com

DAWES Alexandre

Manager KM