

CSDR Webcast 09/07/2020 Transcript of the audio Replay

ERIC DE NEXON :

Nous allons aujourd'hui traiter d'un sujet qui est à la fois très technique, mais aussi source de nombreuses controverses entre les acteurs des services financiers et les régulateurs, la discipline de règlement livraison ou Settlement Discipline Regime (**SDR**), l'une des mesures de la **CSD Regulation**, qui est le texte qui réglemente à la fois les dépositaires centraux, leur activité et leurs relations avec leurs participants dont nous sommes.

SDR vise à favoriser le dénouement à bonne date des instructions de règlement livraison de titres en imposant des pénalités en cas de retard et en visant aussi l'éradication des suspens au-delà d'un certain délai. Vous allez le voir les mesures qui ont été prises dans ce cadre sont fortes et contraignantes. Elles pourraient s'avérer potentiellement extrêmement coûteuses pour les acteurs de la chaîne de valeur, qui va de l'investisseur aux infrastructures de marché, en passant par les intermédiaires.

Nous savons déjà d'expérience combien les rachats peuvent s'avérer onéreux pour ceux qui les supportent. Et le montant des pénalités du nouveau régime se veut dissuasif parce qu'il est basé sur des taux allant d'un dixième de point de base pour les obligations d'état, à un point de base pour les actions liquides, ce qui peut sur certaines lignes représenter des montants significatifs

Malheur à celui qui est à l'origine d'un défaut.

Comme on vous l'a indiqué, nous avons pour en parler avec moi, Sylvie Bonduelle et Pascal Arnold. Nous disposons de 30 minutes pour vous présenter ce cadre et donc, effectivement, une quinzaine de minutes restantes pour répondre à vos questions.

Je vais commencer, et la galanterie française m'impose de me retourner d'abord vers Sylvie. Sylvie, est ce que tu pourrais nous dire deux mots sur cette réglementation CSDR, dans laquelle s'insère la discipline de règlement livraison et qui fait l'objet de nos débats d'aujourd'hui ?

SYLVIE BONDUELLE

Merci, merci Eric et bonjour à tous. Effectivement, tu le rappelais, **CSDR est en premier lieu une réglementation qui vise à donner un cadre européen au CSD**, ce qui n'existait pas jusqu'à présent. Donc, ça veut dire une définition, un

statut, des rôles et responsabilités et accessoirement, l'exigence, l'obligation d'être réagréé au titre de CSDR. **Mais c'est aussi un ensemble d'autres mesures.** Citons de manière non exhaustive, la possibilité d'une **ségrégation individuelle** des comptes au niveau du CSD, la **dématérialisation des titres** le T+2 avec lequel on vit déjà depuis quelques années, **le choix pour un émetteur de son CSD d'émission, le reporting au régulateur** (parce que dans toute nouvelle réglementation, maintenant, il y a du reporting à faire au régulateur) et bien évidemment, ces fameuses disciplines de dénouement dont on parle. Stéphanie a mentionné des documents qui sont accessibles par un lien. Vous trouverez une timeline de CSDR en Slide 2 et vous pourrez du coup constater que la majeure partie de ces mesures est déjà en vigueur puisque CSDR c'est un texte qui date de 2014, et donc aujourd'hui, il reste essentiellement les disciplines de dénouement.

ERIC

En quoi consiste cette discipline de dénouement, sujet du jour ?

SYLVIE

Alors, **les disciplines de dénouement, c'est trois volets**, dont le but est d'accroître le dénouement en bonne date, la date convenue entre les parties à la négociation, ce que l'on appelle, nous, la date de dénouement théorique.

Le premier volet se situe très en amont et juste après la phase d'exécution de la transaction. On est au moment de la phase d'allocation et de confirmation entre les parties à la transaction et CSDR va imposer à ses parties d'échanger toutes les données qui seront nécessaires à un bon dénouement et en priorité, bien évidemment, les coordonnées de règlement livraison.

Les deux étapes supplémentaires sont plus loin dans le processus. Elles sont après la date de dénouement théorique et donc, de facto, elles portent uniquement sur des dénouements qui ne se sont pas faits totalement bonne date. Une première partie va être l'application de pénalités et en dernier ressort va arriver l'obligation de déclencher un rachat pour des suspens trop anciens.

On le voit clairement, le but de ces disciplines de dénouement, c'est qu'un suspens ne perdure pas indéfiniment dans les livres d'un CSD, qu'il finisse par disparaître et que l'instruction, au bout de quelque temps, soit finalement dénouée ou annulée. Mais l'idée, c'est de décliner et d'expliquer un peu plus ses points lors de cette présentation.

ERIC

D'accord, des pénalités, mais aussi rachats. Plus de détails sont à venir. **Mais à quelle échéance ces nouvelles règles vont-elles entrer en vigueur ?**

SYLVIE

Stéphanie parlait de **février 2021**. Effectivement, c'est la dernière date connue. Rappelons quand même qu'à l'origine, c'était septembre 2020 et février 2021 est apparu très récemment. On savait que septembre 2020 ne tiendrait pas. On était plutôt sur novembre 2020. Maintenant, c'est février 2021 en attendant la fin de la non-objection par le Parlement et le Conseil.

Bien évidemment à notre niveau, on est sur cette perspective. Pour autant, même si, même si ce délai supplémentaire est bienvenu pour toute l'industrie, il n'empêche que les associations continuent à interpeller les autorités européennes, que soit l'**ESMA** ou la Commission, pour demander à surseoir à cette mise en œuvre, parce qu'il reste des difficultés dans sa mise en œuvre pour que l'industrie soit prête, totalement prête. Et là, effectivement, peut être que c'est plus les rachats qui sont visés pour être prêt à l'échéance de février 2021. Et bien évidemment, la crise du Covid n'a rien arrangé à cette situation. Pour la petite histoire, puisque l'actualité nous rattrape, je rappelle que le ministère des Finances Britannique a décidé de ne pas appliquer ce régime de discipline de dénouement, bien qu'étant, à mon avis, un des grands contributeurs à son écriture.

ERIC

Très bien, donc, a priori une entrée en vigueur le 21 février 2021, mais avec tout de même un possible report supplémentaire suite à l'action de lobbying de l'industrie actuellement en cours

Et nous le souhaitons, tout particulièrement pour les rachats.

Mais en admettant que ce régime soit malgré tout mis en œuvre, voyons quel en est le contenu ? Et commençons par regarder ce qu'il en est des pénalités.

Et pour ce faire, je me tourne vers Pascal, qui va nous en dire un peu plus, notamment en ce qui concerne, par exemple, le périmètre d'application.

PASCAL ARNOLD

Merci Eric et bonjour à tous également. **Il s'agit d'une réglementation européenne qui va toucher la quasi-totalité des instructions de règlement livraison qui vont se dénouer dans un CSD de l'Espace Economique Européen.** Je rappelle que dans le cadre de cette réglementation, **les ICSDs** (Clearstream Banking Luxembourg et Euroclear Bank) sont considérés comme des CSDs, au même titre que les CSDs nationaux.

Donc, dès lors qu'ils sont négociés ou compensés, ou subtilité de la réglementation, admis à la négociation ou à la compensation, que ce soit sur une plate-forme de négociation ou bien au sein d'une CCP de l'Union Européenne, tous les types de titres financiers sont touchés : les actions, les obligations, les warrants, les parts d'OPC, les instruments monétaires et même les quotas d'émission. Et pour retrouver la liste des titres admis à la négociation ou à la compensation, il faut se référer à un fichier maintenu par l'ESMA, qui est l'Autorité Européenne des Marchés Financiers, je vous le rappelle, dans une base de données appelée **FIRDS** (Financial Instruments Reference Data System). Cette base de données est librement accessible sur le site de l'ESMA.

Il faut noter toutefois une exception : les actions dont la place de cotation principale n'est pas dans l'Union Européenne sont exemptées. Encore une fois, la liste de ces titres exemptés est maintenue par l'ESMA, également à partir de déclarations des autorités nationales compétentes, comme la précédente, dans une base de données établie initialement pour les besoins de la **Short Selling Regulation**. Et cette base de données est identifiable sur le site de l'ESMA sous le nom de **Exempted Shares under Short Selling Legal Framework**.

Et tout comme la plupart des titres financiers, ou la quasi-totalité des titres financiers vont être concernés, de la même façon, quasiment tous les types de transactions seront touchés. La seule exception aujourd'hui concerne les OST sur stocks.

ERIC

Donc, en fait, on le voit bien, la plupart des transactions sur la quasi-totalité des titres sont concernés. Maintenant, qu'en est-il du mécanisme de calcul de l'imposition des pénalités ?

PASCAL

Alors, le principe des pénalités est assez simple, Eric : toute journée de retard de dénouement doit donner lieu à une pénalité et cette pénalité sera versée par la partie responsable de la défaillance, au profit de sa contrepartie. Et concrètement, c'est le CSD qui en fin de journée va identifier les opérations appariées et non encore dénouées, déterminer lequel des deux participants est responsable et calculer les pénalités. Et à l'issue de ce processus, le CSD informera ses participants de toutes les pénalités qui les concernent, charge à eux de les répercuter à leurs propres clients. Tout ceci sera un travail quotidien, et à l'issue du mois calendaire, le CSD va procéder à un netting des montants quotidiens qui seront dus ou à recevoir par chacun de ses participants, je

rappelle que les pénalités dues par l'un sont versées à l'autre, et imputera les montants nets, au compte des participants le 17e jour ouvré du mois.

ERIC

Si je résume, identification par le CSD, reporting, paiements... mais est ce qu'on peut dire quelques mots de la responsabilité et justement de ces modalités de calcul ?

PASCAL

Tout à fait. Et sans doute pour cela, le mieux est de travailler sur un exemple. Pour ceux qui ont accès au support qui était dans le lien, il s'agit du slide numéro 3 qui illustre la vie d'une instruction.

Dans cet exemple, on suppose qu'un vendeur a émis son instruction en temps et en heure avant sa date de dénouement théorique et que l'acheteur n'a émis sa propre instruction qu'au matin du troisième jour après cette date. Après l'appariement, qui va intervenir dans la foulée, donc dès réception de l'instruction par le CSD, la transaction va entrer dans le champ de calcul des pénalités et ce calcul va d'ores et déjà, comme il y a déjà 2 jours de retard, couvrir ces deux journées depuis la date de dénouement théorique. La règle veut que le responsable des pénalités pour ces deux journées sans dénouement pour cause d'appariement tardif, sera le dernier à avoir instruit à savoir, dans notre exemple, l'acheteur. Au soir du troisième jour, la transaction ne se dénoue toujours pas, mais cette fois-ci, c'est parce que le vendeur ne détient pas suffisamment de titres. Là, c'est lui qui devient responsable de la défaillance et la pénalité pour cette troisième journée lui sera donc imputée. Sur le scénario décrit, il en est de même pour les journées suivantes, jusqu'à ce qu'il soit livré des titres par une autre partie ce qui permettra le dénouement de la transaction.

Ainsi, dans notre exemple, on voit qu'une même instruction peut donner lieu à des pénalités imputées tantôt aux vendeurs, tantôt à l'acheteur. On voit aussi, qu'on peut distinguer deux types de pénalités : les pénalités pour appariement tardif nommées **LMFP** (Late Matching Fail Penalties dans la littérature anglophone sur le sujet) et des pénalités pour suspens le dénouement, qui, elles, sont nommées **SEFP** (Settlement Fail Penalties). Celles-ci peuvent être dûes, comme on vient de le dire, à un manque de titres, côté vendeur, à un manque de cash, ça peut être côté acheteur ou côté vendeur, même si plus couramment côté acheteur, mais aussi à une instruction appariée et positionnée délibérément dans un statut qui empêche son dénouement. La transaction est dite dans ce cas **on-hold** et ceci coté vendeur, tout comme côté acheteur. On peut même ajouter, même si c'est pour l'anecdote, qu'on peut aller jusqu'à avoir le cas où les deux parties sont pénalisées pour une même journée, chacune

ayant mis l'instruction en *on-hold* et sans que cela soit neutre d'ailleurs, puisque les formules appliquées à la pénalité du vendeur ou à la pénalité de l'acheteur ne sont pas forcément, d'ailleurs ne sont pas, les mêmes.

ERIC

Pour ma part, ce que je retiens, qui est intéressant et n'est pas de prime abord évident, c'est qu'aussi bien l'acheteur que le vendeur peut être pénalisés, et ce tant du fait d'un retard d'appariement, que d'une mise en suspens. Ça, c'est quand même, à mon avis, deux choses à retenir.

Alors maintenant, qu'en est-il du calcul des pénalités ? Combien ça coûte ?

PASCAL

Disons tout de suite, par rapport à la typologie des pénalités, que le calcul est le même, que l'on parle de **LMFP** ou de **SEFP**. Elles sont calculées ad valorem et le plus couramment sur la base de la contre-valeur des titres de la transaction, bien qu'il existe, là encore, quelques cas particuliers.

Mais c'est bien souvent, le plus généralement, cette valeur à laquelle sera appliqué un taux qui dépend de la nature de la défaillance (si c'est une défaillance titre ou une défaillance espèce), qui dépend du type de l'instrument, de sa liquidité, ou alors, si on se fonde sur le montant cash, de la devise du montant en cash.

Tous ces détails, nous les avons décrits dans un livre blanc que nous avons publié fin janvier. Evidemment, nous pouvons le rediffuser à qui sera intéressé. Mais comme le disait Eric, l'ordre de grandeur du taux est compris entre un dixième de point de base et un point de base, respectivement pour les obligations d'Etat, le moins élevé, et pour les actions liquides, le plus élevé.

ERIC

Comme je le disais dans mon introduction : suite à tout cela, malheur à celui qui est à l'origine d'une défaillance.

Comment SGSS envisage d'accompagner ses clients ?

PASCAL

Nous avons situé notre action à trois niveaux. D'abord, agir pour prévenir la survenance des suspens.

Ensuite, il faudra quand même gérer les pénalités ... parce qu'elles surviendront quand même !

Et enfin, procéder par la suite à une analyse des pénalités passées, de façon à identifier où se situent les points de faiblesse et à y remédier dans le futur.

Donc, en anglais, on dit qu'on prévient (**Prevent**), qu'on gère (**Manage**) et qu'on analyse (**Monitor**).

Concernant le premier point, nous avons de notre côté procédé à une revue de l'ensemble de nos processus de gestion des instructions, en réception comme en émission, de façon à identifier tous les points de contention qui pouvaient subsister. On a procédé à quelques améliorations dans ce domaine. Et nous invitons bien sûr nos clients à procéder à ce même type de revue, en commençant de leur côté par la gestion des confirmations et allocations avec leurs contreparties, et pour poursuivre ensuite avec les processus d'échanges avec nous. Ensuite, nous allons aussi étendre l'usage du dénouement partiel et du **hold & release**, dans le but de limiter les montants de pénalités. Le dénouement partiel vise évidemment à ne pas subir des pénalités pour des titres détenus et disponibles, mais en quantité insuffisante pour assurer un dénouement total. Notre règle deviendra donc que le dénouement partiel sera accepté par défaut, à l'inverse de la règle actuelle, et toute exception à cette règle restera possible, mais devra faire l'objet d'une demande expresse de nos clients. Et il y aura deux manières pour implémenter ce refus : soit par un paramétrage au niveau du compte titres pour un refus permanent, soit, pour un refus ponctuel, par l'intermédiaire de l'instruction de règlement livraison.

Concernant le *hold & release*, qui permet d'émettre en fait l'instruction sur le marché tout en retenant son dénouement, nous allons nous-mêmes en faire un usage systématique dès lors que la provision titres du compte sera insuffisante, en instruisant l'instruction malgré tout sur le marché, en l'état *on-hold* bien sûr, pour ne la libérer qu'au rythme de constitution de la provision. De cette façon, les obstacles à l'appariement pourront être détectés précocement et traités immédiatement, de façon à éviter les pénalités pour appariement tardif.

Enfin, dernier point sur ce chapitre : notre service *Web Custody Solutions*, qui était auparavant logé dans SGSS Gallery et qui maintenant sera intégré à **SG Markets**, qui est le portail web B2B de la banque de grande clientèle de Société Générale. Ce service Web permettra de porter son attention plus directement aux instructions à risque de pénalités ou de **buy-in**.

ERIC

Des méthodes pour prévenir les suspens : *hold & release*, dénouement partiel, suivi au quotidien des instructions potentiellement en défaut à la date normale de règlement livraison. Et à côté de cela, qu'en est-il de la gestion des pénalités si d'aventure on en vient à être pénalisé ?

PASCAL

Les participants des CSDs sont en première ligne. Puisqu'ils vont recevoir les reportings de pénalités des CSDs et des sous-dépositaires, d'ailleurs. Et à réception de ces reportings, il nous faudra rechercher les instructions pénalisées, identifier les clients sous-jacents et leur imputer les pénalités ... puisqu'en général, nous ne devrions pas être en cause. Cela dit, si d'évidence nous sommes en cause, à ce moment-là, on gardera la pénalité pour nous-mêmes.

Pour cela, nous avons développé une toute nouvelle application dédiée à cette gestion de pénalités et dont les données serviront de support quotidiennement au reporting des pénalités par messages SWIFT ou par fichiers CSV, que nous ferons pour nos clients, à l'image de ceux que nous recevons des CSDs ou des sub-custodians. Et c'est bien sûr aussi dans cette application que nos équipes vont procéder aux ajustements de pénalités qui pourront intervenir, notamment en cas de contestation justifiée de pénalités qui avaient été reportées les jours précédents.

Fonction mensuelle de cette application, c'est la diffusion le quatorzième jour ouvré du mois, après calcul des montants nets par devise, résultant des pénalités du mois précédent, d'informations sur ces montants nets. Des montants nets qui ont été auparavant réconciliés avec les données qui auront été reçues des CSDs et des sub-custodians, toujours dans la même optique. Tout au long de la chaîne, les traitements sont similaires.

Ce reporting mensuel, qui sera envoyé le quatorzième jour ouvré du mois, servira de préavis de paiement et nous opérerons au paiement le dix-septième jour ouvré du mois, donc 3 jours ouvrés plus tard.

Pour assurer le suivi, nos clients se verront aussi offrir la possibilité, dans notre portail Web dont nous étendons les fonctionnalités pour la circonstance, de suivre les pénalités au quotidien en visualisation, ainsi que d'accéder à des projections mensuelles pour suivre tout au long du mois, et notamment à l'approche du paiement, où l'on se situe. Ceci sera complété par un tableau de bord qui fournira une vision synthétique des pénalités présentes et passées.

ERIC

Le client reçoit sa facture. Il va devoir procéder au paiement. Comment cela se passe-t-il ?

PASCAL

Oui, c'est une bonne question parce que justement, il reste encore un débat sur ce point. Une chose est certaine, nous procéderons par prélèvement ou virement automatique le 17e jour ouvré du mois et a priori, le compte espèces utilisé sera celui associé au comptes titres dans la devise de la pénalité.

Mais il y a toujours un débat à propos des fonds et la question est de savoir s'il ne faudrait pas plutôt imputer les pénalités à un compte de la société de gestion, plutôt qu'au compte du fond. Pour l'instant, nous sommes toujours dans l'attente des conclusions et des éventuelles préconisations qui résulteront de ces discussions, notamment au niveau de l'AFG. Et nous arrêterons ensuite notre solution définitive, sachant que nous explorons d'ores et déjà la possibilité d'offrir le choix du compte d'imputation à nos clients, donc compte cash au niveau du compte titres, ou bien compte cash de la société de gestion.

Dernière précision concernant les devises, les pénalités pourront être calculées en de multiples devises. Et nous avons pris le parti, s'il existe une option de change paramétrée au niveau du compte titres pour les instructions de règlement livraison, d'appliquer cette option de change, et donc de mouvementer le compte du client dans la devise qu'il aura choisie.

ERIC

Moi, ce que je note au travers de ce que tu viens de dire, c'est que tout ce process est relativement compliqué, lourd pour les intervenants de la chaîne de valeur et donc, bien évidemment, il aura un coût.

Alors comment allons-nous gérer ces coûts qui sont associés à cette gestion d'une grande complexité ?

PASCAL

Oui, comme tu dis, toute cette gestion va avoir un coût non négligeable pour chacun des intervenants dans la chaîne de règlement livraison, un coût d'investissement et ensuite un coût de gestion au quotidien. Il se trouve que pour l'instant, les modalités de répercussion de ces divers coûts ne sont pas encore arrêtées. Mais on devrait plutôt dire ne sont pas encore dévoilées, ni par les uns ni par les autres, et notamment pas par les CSDs. Et du coup, tout le monde reste dans l'expectative. Personne ne souhaitant se mouiller, on pourrait dire.

ERIC

Oui, mais enfin il faudra bien qu'in fine quelqu'un paye !

PASCAL

Un prix sera finalement défini par les différents acteurs, qui pourrait donc effectivement se cumuler, restons attentifs.

ERIC

Merci Pascal pour tous ces éléments concernant les pénalités. Il est temps de rentrer dans le débat concernant les rachats, véritable sujet de complexité et d'inquiétude. Je me retourne vers Sylvie, qui est notre experte es rachat afin qu'elle nous donne quelques précisions à propos de ce régime, qui semble faire office d'épouvantail.

SYLVIE

Je pense que tout le monde en est conscient, mais après tout, c'est utile de le rappeler. L'objectif de cette partie de la réglementation, à défaut du 100% de dénouement en bonne date dont rêve tout régulateur, c'est de mettre un terme au plus vite à des suspens de règlement livraison. En conséquence, aux pénalités vient s'ajouter cette fameuse obligation de rachat.

Qu'est-ce que ça veut dire ? Ça veut dire qu'un acheteur devra mandater un tiers qu'on appelle *buying agent* dans la littérature réglementaire, pour lui procurer, en lieu et place du vendeur défaillant, les titres qui étaient attendus. Bien évidemment, tous les coûts qui sont induits par cette nouvelle transaction seront à la charge du défaillant.

Attention quand je parle d'acheteur, je fais bien clairement référence à la partie qui a conclu la transaction, celle qui est face au vendeur, celle qui était concernée par les obligations au moment de l'allocation de la confirmation. C'est très important de bien avoir ça en tête. Car si les pénalités s'appliquent aux acteurs du dénouement, l'obligation de rachat est bien au niveau de la négociation.

Concrètement, et là, je me permets de faire un petit renvoi au slide 4 pour ceux qui y ont accès. Vous trouverez une présentation de l'enchaînement des phases. Donc, concrètement, cette procédure de rachat comporte trois étapes.

La première période que l'on pourrait qualifier de période de grâce. Pour cette période-là, l'idée est de laisser toutes ses chances à un suspens pour se dénouer. Donc, on ne verra dans cette partie-là que l'application des pénalités présentées par Pascal. La durée de vie de cette période va varier en fonction du type d'instrument financier. Plus précisément, elle sera de quatre jours pour les actions liquides, 7 jours sinon, à l'exception près de des transactions qui ont été

faites sur un marché dit de croissance. A la fin de cette période, l'acheteur a l'obligation d'accepter toute livraison partielle en provenance du vendeur. L'idée est simple, c'est que la quantité qui sera l'objet du rachat doit se limiter à la quantité réellement manquante.

Cela étant fait, on va rentrer dans la deuxième période qui est la période de rachat à proprement parler. La première chose que devrait faire un acheteur, c'est de s'assurer que le rachat est possible. Et si c'est le cas, il devra mandater un *buying agent*. Ce *buying agent* aura cette période de rachat, pour trouver les titres et les livrer à l'acheteur. Il pourra même éventuellement les trouver auprès du vendeur, si ce dernier avait reçu des titres depuis. Et il devra donc les livrer à l'acheteur, c'est important. À la fin de cette période, et si une partie du rachat n'a pas été exécutée - il reste une partie des titres manquants, parce que, on peut espérer que tout se passe bien, mais probablement, on risque d'avoir des *buy-in* partiellement exécutés - l'acheteur aura la possibilité de choisir entre toucher une indemnisation espèce déterminée sur la base d'un prix de référence des titres qu'il n'a toujours pas reçus, ou tenter de faire une deuxième tentative de rachat. Et à ce moment, on va rentrer dans cette période complémentaire. Pour le *buying agent*, ça ne change rien, il est toujours mandaté pour trouver et livrer les titres. En revanche, le point important, c'est que c'est la deuxième et dernière tentative. C'est à dire qu'à la fin de cette période complémentaire, s'il reste des titres non trouvés ou du moins non livrés, la compensation cash dont on parlait tout à l'heure s'appliquera obligatoirement.

Vous trouverez, là encore via le lien avec l'invitation, en annexe plus d'informations sur ce processus. Le point important à noter, c'est que la livraison des titres trouvés par le *buying agent* se fait directement à l'acheteur, elle ne passe pas par le vendeur et elle est contre espèces.

ERIC

Effectivement, c'est un processus qui est complexe et donc difficile à mettre en œuvre. Est-ce la cause des inquiétudes qui s'expriment sur la place et qui alimentent les échanges conduits avec les régulateurs ?

SYLVIE

Sans aucun doute. On voit bien que ce n'est pas évident à mettre en œuvre. Mais au-delà de cette complexité opérationnelle, il y a d'autres points qu'on peut mettre en avant.

D'abord, les acteurs. Les acteurs qui seront soumis à l'obligation n'ont tout simplement aucune expérience des rachats. Aujourd'hui, le rachat, c'est

essentiellement un sujet de CCP et donc limité au monde des compensateurs. Demain, si les CCP continuent à racheter, les négociateurs seront obligés de déclencher des rachats pour des transactions qui ont été négociées et non compensées. Et surtout, l'acheteur sera obligé de déclencher des rachats pour ses transactions non intermédiées. Et il lui faudra donc trouver un *buying agent*, faire du **KYC** et puis, coup par coup, savoir la quantité à racheter et qui doit être racheté. Ça, c'est le premier point.

Le deuxième point, c'est que l'obligation s'applique à tout suspens unitairement. Or, on sait pertinemment qu'une opération à dénouement n'est pas isolée. Elle fait partie d'un tout et un simple suspens de dénouement, par un effet domino, va déclencher d'autres suspens. Chacun de ces suspens de vente, par application de CSDR, va déclencher un rachat, donc conduire à un nombre de rachats inutiles.

Prenons un exemple, j'ai acheté des titres et je les revends, je ne suis pas livré, je ne peux pas livrer. Par application de CSDR, au bout, par exemple, de 7 jours, je vais devoir déclencher un rachat à l'encontre de celui qui m'a vendu mais pas livré et en même temps, au même moment, je vais me faire racheter par celui à qui j'ai vendu les titres et que je n'ai pas livré. Et je ne parle même pas du cas où il y a une CCP dans le paysage.

En fait, ce qui est dommage avec CSDR, c'est que, pour les pénalités, Pascal l'a expliqué, le régulateur a bien tenu compte de ces chaînes puisque la pénalité payée est reversée à celui qui est en aval. Il est regrettable que les régulateurs et les législateurs n'aient pas fait preuve d'autant d'imagination pour les rachats.

Enfin, le dernier impact qu'on peut citer, c'est l'impact sur le marché lui-même. Il y a bien évidemment un impact sur la liquidité, mais aussi un impact sur les offres de **market making**, que ce soit en offres disponibles elles-mêmes ou au coût d'une offre de *market making*.

Bien évidemment, tous ces points ont fait l'objet de questions qu'on a posées au régulateur ou au législateur. Et malheureusement, force est de constater aujourd'hui que toutes ces questions restent sans réponse. Du coup, il est difficile de dire à ce stade si l'industrie sera prête pour le 1er février 2021. Et à la limite, je me permettrais de dire que finalement, la meilleure façon de traiter un rachat c'est peut-être de l'éviter.

ERIC

Nous commençons à être un petit peu à court de temps. Nous allons essayer d'accélérer sur les toutes dernières questions avant de vous laisser la parole. Je serais tenté de dire qu'en complément de ce que tu as déjà décrit, Sylvie, il serait peut-être intéressant d'évoquer en quelques mots ce qu'il advient de l'instruction à l'origine du rachat.

SYLVIE

Alors, je vais essayer d'être très brève. C'est simple, elle est annulée ! Du moment qu'un *buying agent* a été mandaté, on sait que cette instruction n'ira plus jamais à dénouement et que son dénouement sera remplacé par un flux financier entre l'acheteur et le vendeur. Avec d'un côté, la contre-valeur espèces des titres non livrés et de l'autre côté, le montant de l'achat, avec bien évidemment les frais associés au l'exécution d'un rachat en plus.

En revanche, cette instruction ne disparaîtra réellement qu'à la fin du processus, donc elle restera dans les livres du CSD. Elle aura été mise *en hold* pour éviter une double livraison des titres à l'acheteur et puisqu'elle est *en hold*, comme l'a expliqué Pascal tout à l'heure, elle fera l'objet d'une pénalisation.

ERIC

Donc, de nouvelles procédures et conséquemment des adaptations sans doute nécessaires ?

SYLVIE

Oui. Alors, en termes d'adaptation, je pense que celles qu'il faut mettre en avant, c'est qu'il faut se doter des moyens de gérer des dénouements partiels. On l'a vu. Il faut savoir gérer le statut de hold & release des instructions.

Une autre adaptation porte sur les instructions de rachat elles-mêmes, celles qui sont entre le *buying agent* et l'acheteur, elles devront être topées parce que le CSD doit pouvoir les détecter. De même, les instructions qui seront émises pour remplacer l'instruction d'origine en suspens, dans le cas d'un rachat partiellement exécuté, ces instructions devront aussi être flaguées.

ERIC

Et SGSS là-dedans, dans ce processus, qu'avons-nous prévu de faire ?

SYLVIE

J'ai mentionné tout à l'heure et je me permets de le rappeler : la responsabilité du *buy-in* est bien au niveau des parties à la transaction.

Pour autant, SGSS va accompagner ses clients, va jouer un rôle en amont en alertant les clients sur les rachats potentiels. Après, en aval, une fois le processus lancé, SGSS sera l'intermédiaire entre ses clients et les CSD pour la transmission ou la mise à jour des instructions ainsi que pour l'information à donner au CSD sur le résultat d'un rachat parce que le CSDR impose aux CSD un reporting des résultats du rachat auprès de leur régulateur.

ERIC

Dernière question à laquelle il convient de répondre en quelques dizaines de secondes. Quelles sont les difficultés majeures qui subsistent et qui restent à surmonter ?

SYLVIE

Définitivement vous l'aurez compris, je pense qu'on le martèle depuis le début, l'absence de clarification de la part du régulateur. Les groupes de places essaient de mettre en place des pratiques standardisées et pour ce faire, on a besoin de réponses que l'on n'a pas.

Aujourd'hui, on continue à avoir des points et en vain. Désolée pour ce mouvement d'humeur. Si je peux juste citer deux exemples qui sont vraiment importants pour l'industrie. Le premier, c'est la mise en place d'un mécanisme qui permettrait de limiter (parce qu'il ne faut pas rêver, on n'arrivera jamais à éviter) tous les inutiles rachats dont je parlais tout à l'heure et tout en restant bien évidemment, respectueux de la réglementation, on ne doit pas être hors la loi.

L'autre point, c'est le scope d'application du rachat. Aujourd'hui, il est assez vaste. Or, il y a des cas de figure où ça n'a aucun sens de déclencher un rachat. Je vous laisse imaginer ce que sera un rachat dans le cadre d'un transfert de portefeuille.

Autre cas de figure, c'est quand l'industrie a déjà mis en place des procédures tout à fait efficaces pour clore un suspens. Et là, je citerais uniquement la *buyer protection* qui s'applique dans le cas des **OST**. Il ne faut pas qu'un rachat vienne effacer le bénéfice de cette *buyer protection*.

Pour autant, malgré tout, même si on imagine que nous obtenions des réponses à nos questions, qu'elles soient dans le sens que l'on souhaite. Il n'empêche que ce processus de rachat est complexe, que les effets collatéraux sont négatifs et pas de façon mineure. C'est pour ça qu'au niveau de l'industrie, des associations, on continue à militer pour un rachat qui serait sur la base du

volontariat et pas obligatoire comme il est, comme il devrait l'être le 1er février prochain.

ERIC

Un sujet qui est loin d'être clos et des actions de lobbying à poursuivre pour obtenir ce report que nous appelons de tous nos vœux.