



SDR - SETTLEMENT DISCIPLINE REGIME : Quels impacts pour les SGP ?

Juin 2020



1

Contexte et objectifs



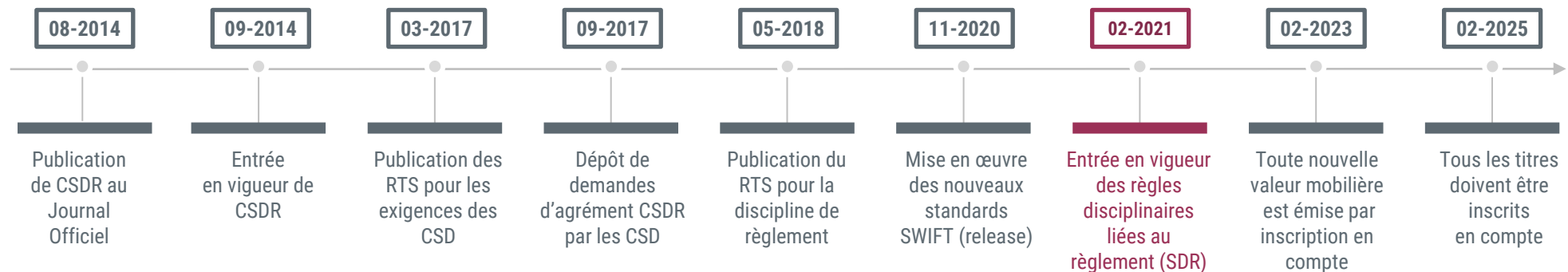
01 Contexte & Objectifs

- **CSDR (Central Settlement Depository Regulation) impacte fortement le cycle de règlement des titres au sein de l'Espace Économique Européen (EEE).** Cette réglementation s'inscrit dans la continuité des règles introduites par le règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR) et par la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID)
- CSDR a pour objectif de rendre **le traitement des règlements-livraisons plus efficace, plus sûr** et d'assurer **une uniformité des processus au sein de l'EEE**

02 Mise en application du règlement

- CSDR a fait l'objet d'une mise en application échelonnée. Une des dernières mesures concerne **les règles disciplinaires relatives au règlement (SDR - Settlement Discipline Regime) qui font l'objet de cette étude**
- L'entrée en vigueur du régime fixée initialement en septembre 2020 a fait l'objet d'un **report à début février 2021**. Le régulateur a décidé d'accorder un délai suffisant aux acteurs pour se conformer aux nouvelles exigences réglementaires sur les différents volets relatifs à :
 - L'intégration des nouvelles normes SWIFT
 - L'évolution des systèmes informatiques
 - La révision des contrats et des SLA entre l'ensemble des parties prenantes

03 Calendrier d'application de CSDR

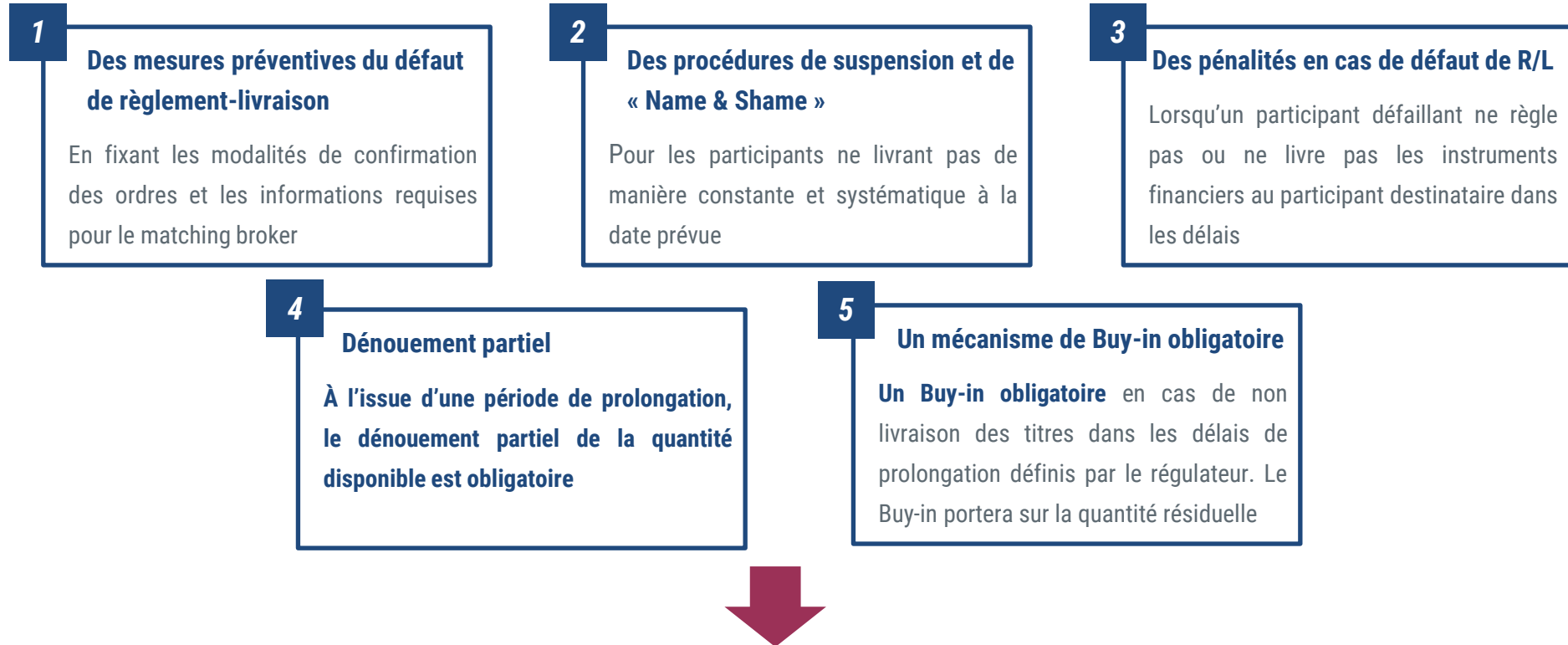


SDR – Settlement Discipline Regime

Objectifs & Périmètre d'application (1/2)



- Le volet SDR (*Settlement Discipline Regime*) du règlement CSDR introduit plusieurs mesures visant à **prévenir les défauts de règlement-livraison** et encourager les participants du marché à régler-livrer les transactions à la date prévue :



- Ces mesures introduites impactent directement tous les acteurs du marché à savoir les **CSD**, les **teneurs de compte conservateurs**, les **acteurs du Buy-side** ainsi que les **brokers**. L'ensemble de ces acteurs sont incités à revoir leurs **modèles opérationnels** pour :



Recourir davantage à un pré-matching (i.e. matching broker) exhaustif et automatique



Respecter les délais de règlement-livraison



Limiter les opérations de vente à découvert



- SDR couvre la majorité des instruments, des transactions, des comptes et des instructions :

Type d'instruments

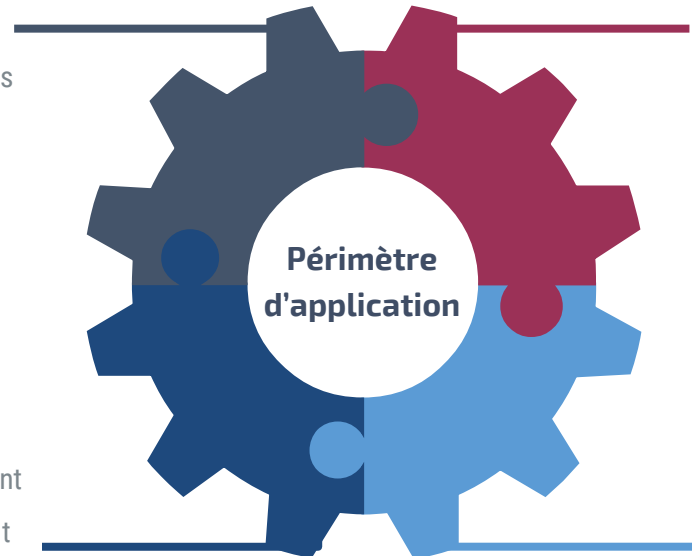
- ▶ Les valeurs mobilières
- ▶ Les instruments du marché monétaire
- ▶ Fonds cotés « ETF »
- ▶ Parts d'OPC qui ne sont pas des fonds cotés
- ▶ Les quotas d'émission

Admis à la négociation et/ou compensés

Type de comptes

- ▶ Le compte propre d'un participant
- ▶ Le compte individuel d'un client du participant
- ▶ Le compte omnibus du client d'un participant

NB : Tout acteur de la chaîne de règlement d'une transaction effectuée sur les marchés européens est concerné, y compris les participants ou les clients non situés en Europe



Type de transactions

- ▶ L'achat ou la vente d'instruments financiers
- ▶ Les opérations de gestion du collatéral
- ▶ Les opérations de prêt/emprunt de titres
- ▶ Les opérations de pension

Réglées au sein d'un CSD de l'UE.

NB : Les opérations de cession temporaire ≤ 30 jours sont hors du champ d'application des Buy-in

Type d'instructions

- ▶ FOP (Livraison franco de paiement)
- ▶ DVP (Livraison contre paiement) et RVP (Réception contre paiement)
- ▶ DWP (Livraison avec paiement) et RWP (Réception avec paiement)
- ▶ PFOD (Règlement avec paiement sans livraison)



2

Focus sur les mesures réglementaires

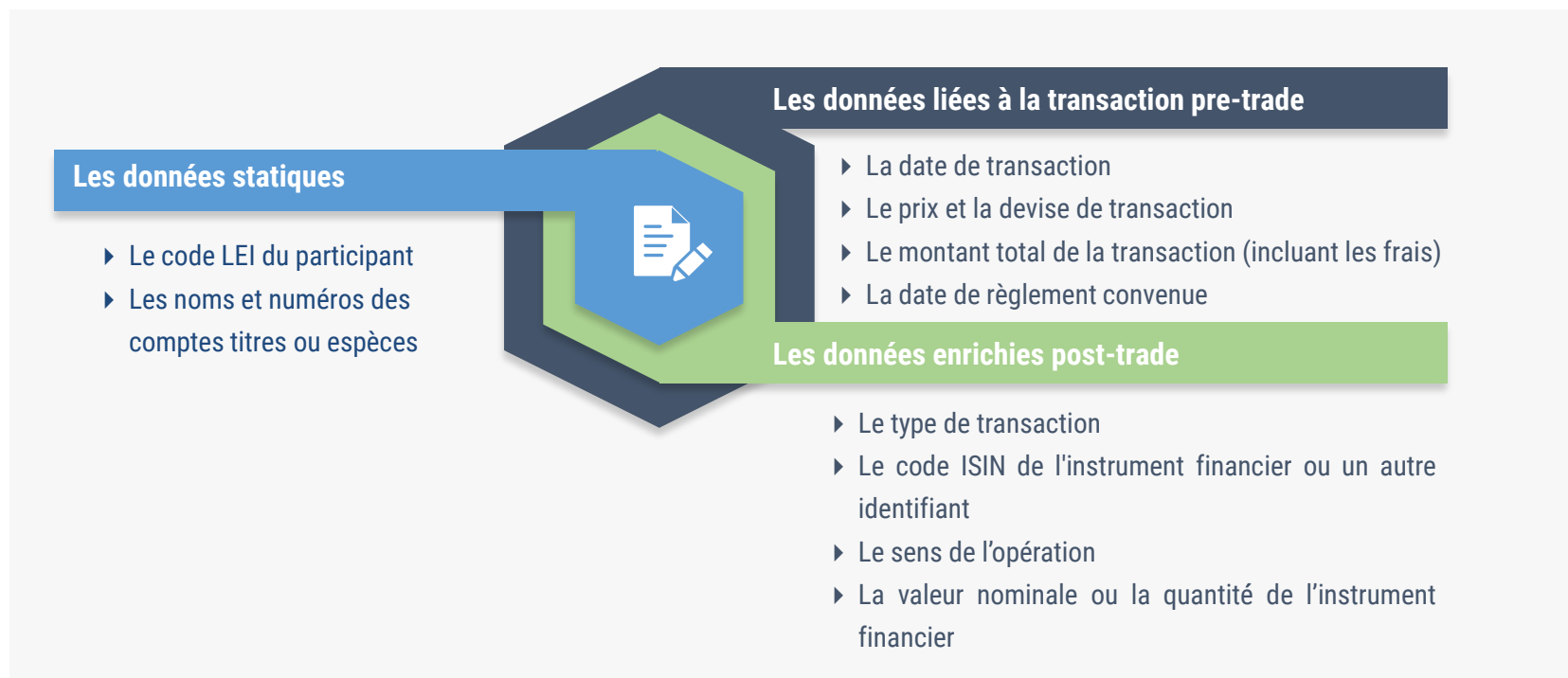
SDR – Settlement Discipline Regime

Mesures préventives pour limiter les défauts de règlement-livraison



- SDR a mis en place des **mesures préventives pour réduire et éviter les défauts de règlement-livraison**
- Afin d'encourager les opérations de **pré-matching (i.e. matching broker)**, les clients professionnels ont l'obligation de transmettre à leurs brokers **l'ensemble des informations liées à la transaction** :

1 Affirmation avant la clôture le jour de la transaction ou avant 12h00 à TD +1 si l'ordre a été exécuté après 16h00



2 Confirmation du broker dans un délai de 2 heures à compter de la réception de ces informations



- Une composante importante de SDR est **l'introduction d'un régime harmonisé de pénalités en espèces au sein de l'EEE**
- Le règlement exige que des pénalités en espèces **soient perçues par le CSD** auprès des participants qui ont provoqué un défaut de règlement-livraison et qu'elles soient redistribuées aux participants qui ont subi un défaut de règlement :

Relation CSD / participants (TCC)

Cadre réglementaire défini

01

Une transaction n'est pas réglée ou livrée par un participant à sa date de règlement prévue (ISD)

02

Calcul quotidien des pénalités* en espèces par le CSD
**Cf. pages suivantes pour les formules de calcul et exemples*

03

Reporting mensuel* du CSD aux participants, reprenant le détail des transactions ayant menées à des pénalités
**En cas de contestation, un participant peut faire appel dans un délai de 10 jours ouvrés après la réception du rapport mensuel*

04

Paiement / redistribution des pénalités par le CSD*.
**Aucune pénalité n'est retenue par le CSD. Il peut toutefois facturer des frais d'administration*

Relation TCC / Client (Entreprises d'investissement) – et Relation Entreprises d'investissement / Investisseur final

Pratiques de Place à définir

Hypothèse 1

- Les TCC choisissent de supporter les coûts des pénalités en espèces. Cette hypothèse peut être justifiée par la difficulté d'identifier la responsabilité de chacune des parties en cas de défaut et le coût du dispositif à mettre en place.
- ⇒ Quels sont les enjeux économiques ?

Hypothèse 2

- Les TCC choisissent de reporter le coût des pénalités en espèces sur leurs clients
- ⇒ Quel niveau de complexité adopter dans le dispositif de ventilation des pénalités ? Quelle granularité des reportings (cas des ordres blocs notamment) et quelle répartition des rôles en cas de désaccord entre les participants, le Buy-side et le Sell-side ?
- ↓
- Le dispositif doit-il être asymétrique (pénalités reçues par le fonds, payées par la SGP) ? Ou symétrique permettant un versement des montants nettés par la SGP ? Quid des mandats institutionnels et retail ?
- ⇒ En cas d'asymétrie, les enjeux économiques seraient beaucoup plus importants pour les SGP et des impacts sur la valorisation du fonds seraient à prévoir

SDR – Settlement Discipline Regime

Pénalités en espèces : formules de calcul



Fréquence des calculs

Le CSD calcule **quotidiennement** les pénalités en espèces **pour chaque jour ouvré où une transaction n'est pas réglée après sa date de règlement prévue (ISD)** et déclare les pénalités en espèces par le biais de la chaîne des TCC. A noter que **les pénalités n'ont pas de seuil minimum**



Déclenchement des calculs

Les pénalités peuvent être calculées dans deux cas pouvant se succéder :

1. **Lorsque le matching R/L est réalisé après le cut-off permettant le R/L à l'ISD** : application d'une **pénalité de retard de matching (LFMP)**, calculée rétroactivement pour chaque jour de retard et sur l'ensemble de la période
2. **Après matching, en cas de défaut de règlement** : application quotidienne d'une **pénalité de défaut de règlement (SEFP)** à chaque jour de retard



Taux appliqués

Les pénalités sont calculées sur la base des **prix de référence des actifs et des taux de pénalité, définis dans le règlement délégué**

Le **prix de référence correspond à la valeur de marché** des titres défaillants, en utilisant le **cours de clôture du titre** calculé quotidiennement sur la période de prolongation

Espèces → Overnight rate > 0

Espèces

Actions

Actions liquides → 1,00 bp
Actions illiquides → 0,50 bp
Actions - PME → 0,25 bp

Autres instruments financiers → 0,50 bp
Autres instruments financiers - PME → 0,20 bp

Autres
instruments
financiers

Instruments
de dette

Obligations souveraines → 0,10 bp
Obligations corporate → 0,20 bp
Autres instruments de dette - PME → 0,15 bp

SDR – Settlement Discipline Regime

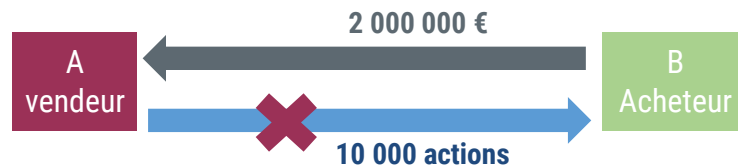
Pénalités en espèces : exemples



Situation :

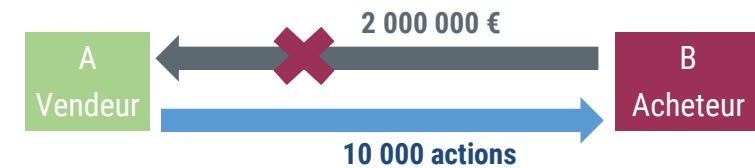
- Titres : livraison de 10 000 actions de L'Oréal contre un paiement de 2 000 000€
- Statut du règlement livraison : la livraison a échoué en raison d'un défaut de livraison des titres ou de règlement en espèces, pendant deux jours ouvrables après la ISD

Partie en défaut : le vendeur



- La pénalité est à payer par le **vendeur** sur la base des calculs suivants :
 - Le **taux de pénalité** applicable est de **1,00 pb pour les actions liquides**
 - Les **prix de référence** à appliquer pour le calcul de la pénalité sont les suivants :
 - Jour 1 : 200,25 €
 - Jour 2 : 200,5 €
 - **Calcul :**
 - Premier jour de pénalité : 10 000 actions x 0,01% x 200,25 € = 200,25 €
 - Deuxième jour de pénalité : 10 000 actions x 0,01% x 200,5 € = 200,5 €
- ➔ **Montant total de la pénalité = 400,75 €**

Partie en défaut : l'acheteur



- La pénalité est à payer par l'acheteur sur la base des calculs suivants :
 - Le **taux de pénalité** applicable correspond au **taux overnight (si positif)**.
Exemple pour l'€STR :
 - Jour 1 : - 0,57057 %
 - Jour 2 : + 0,001 %
 - **Calcul :**
 - Premier jour de pénalité : 0€
 - Deuxième jour de pénalité : 0,001% x 2 000 000 € = 20 €
- ➔ **Montant total de la pénalité = 20 €**



Les règles de calcul des pénalités définies par le régulateur pénalisent principalement la partie « vendeuse »
Les taux négatifs du marché interbancaire réduisent les risques de versement de pénalités en cas de défaut de l'acheteur



CSDR redéfinit les mécanismes du Buy-in en mettant en place les règles suivantes :

Pour les transactions **non compensées** par une contrepartie centrale et exécutées sur une plateforme de négociation

- 1 Le **membre destinataire de la plateforme de négociation** doit entamer la procédure du Buy-in **le jour ouvré suivant l'expiration du délai de prolongation**

NB : Si la partie « défaillante » règle partiellement la transaction, la partie destinataire est dans l'obligation d'accepter ce règlement partiel avant d'entamer la procédure du Buy-in pour la quantité résiduelle

- 2 Le **membre destinataire de la plateforme de négociation** désigne un agent de Buy-in (Broker, market maker) et le notifie au membre défaillant

- 3 Dès réception de la notification, **le membre défaillant** de la plateforme de négociation doit suspendre l'instruction de règlement correspondante en rapport avec le défaut sans l'annuler

- 4 **Le membre destinataire** de la plateforme de négociation notifie les résultats de l'opération de Buy-in au membre défaillant en indiquant la quantité et le prix des instruments financiers rachetés

Pour les transactions **compensées** par une contrepartie centrale et exécutées sur une plateforme de négociation

- 1 **La chambre de compensation** doit entamer la procédure du Buy-in **le jour ouvré suivant l'expiration du délai de prolongation**

NB : Si la partie « défaillante » règle partiellement la transaction, la partie destinataire est dans l'obligation d'accepter ce règlement partiel avant d'entamer la procédure du Buy-in pour la quantité résiduelle

- 2 **La chambre de compensation** lance une vente aux enchères ou désigne un agent de Buy-in et le notifie aux deux parties (défaillante et destinataire)

- 3 Dès réception de la notification, **la partie défaillante** doit suspendre l'instruction de règlement correspondante en rapport avec le défaut sans l'annuler

- 4 **La chambre de compensation** notifie les résultats de l'opération de Buy-in aux deux parties défaillantes et destinataires et au CSD en indiquant la quantité et le prix des instruments financiers rachetés

Le paiement du différentiel d'achat est toujours à la charge du vendeur **selon un principe asymétrique** :

- Si le prix des titres est supérieur au prix pour lequel la transaction initiale a été exécutée, la partie défaillante **devra payer la différence au membre destinataire**
- Dans le cas où le prix de rachat est inférieur, le différentiel est « **réputé payé** »



Les travaux de place et des discussions avec les régulateurs sont en cours pour définir les processus opérationnels détaillés correspondants

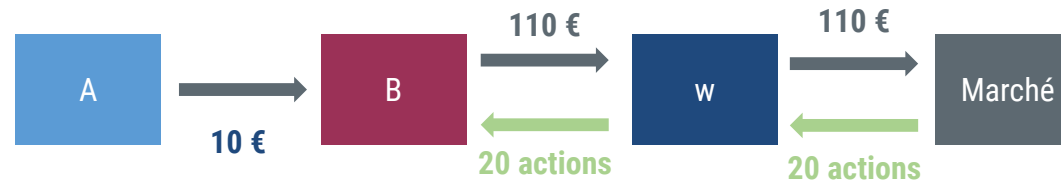
SDR – Settlement Discipline Regime

Buy-In : exemples



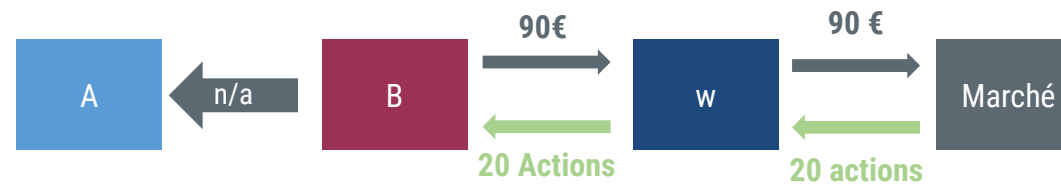
La contrepartie A vend 20 actions à la contrepartie B au prix unitaire de 5 € soit 100 €. La transaction ne se règle pas et B initie le Buy-in :

Cas 1 : L'agent de rachat (W) achète les 20 actions au prix unitaire de 5,50 € soit pour un total de 110 et les livre à B au même prix



→ A verse à B la différence entre la transaction initiale et le prix de rachat, soit 10 €

Cas 2 : L'agent de rachat (W) achète les 20 actions au prix unitaire de 4,50 € soit pour un total 90 € et les livre à B au même prix



→ Le différentiel de 10 est "réputé payé"

SDR – Settlement Discipline Regime

Buy-In : report ou indemnisation en espèces



- En cas d'incapacité à procéder au Buy-in dans le délai de prolongation, la partie destinataire peut choisir d'exécuter un **second Buy-in « report »** en respectant les délais ci-dessous :

Types d'actifs	Délai de prolongation	Délai de « report »
Actions liquides	ISD +4	4 jours ouvrés
Instruments illiquides	ISD +7	7 jours ouvrés
Actions de PME	ISD +15	

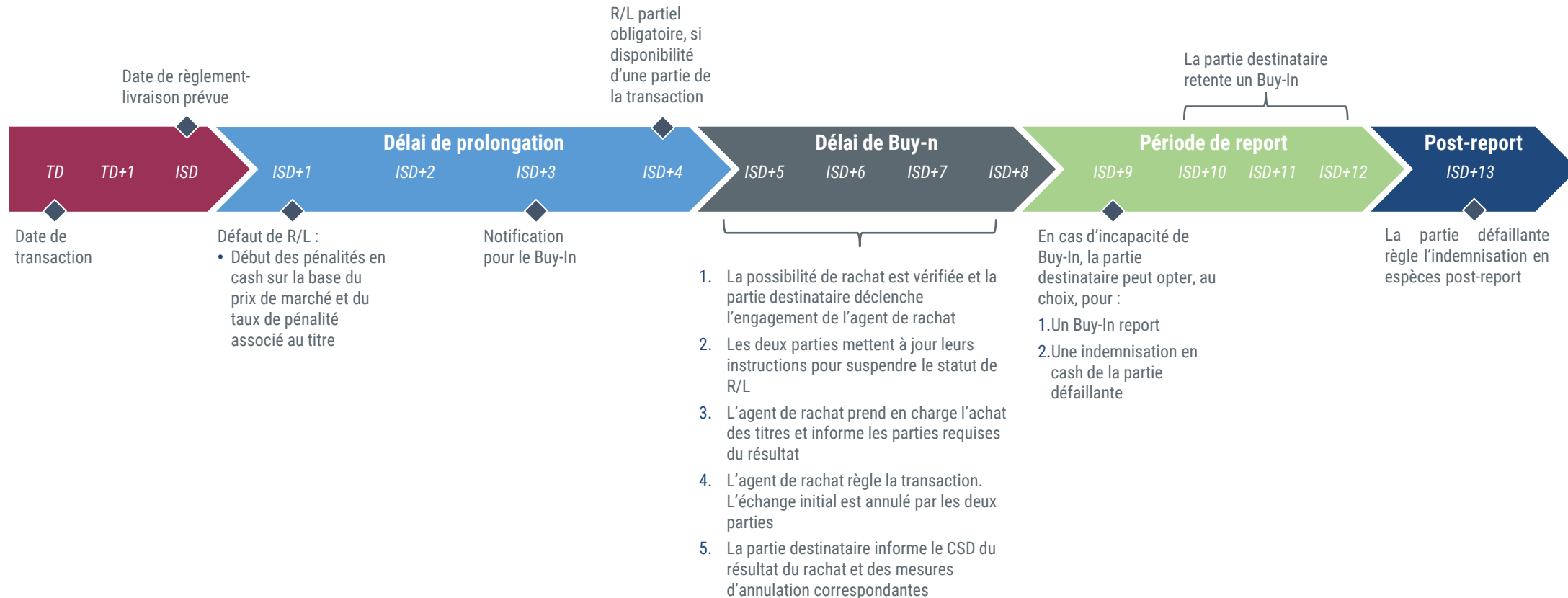
- Si la partie destinataire choisit de **ne pas opter pour le report ou si le Buy-in n'est pas exécuté avec succès pendant la période de report**, la partie défaillante doit régler **une « indemnisation en espèces »** sur la base d'une valeur de marché déterminée à partir du :
 - **Cours de clôture du marché** le plus pertinent en termes de **liquidité**
 - **Cours de clôture** de la place de négociation au sein de l'UE ayant **le plus fort volume d'échanges**
 - **Prix calculé** selon une méthodologie prédéterminée approuvée par le CSD, se basant sur des critères liés aux données du marché, y compris les prix de marché disponibles sur les différentes places de négociation ou auprès des entreprises d'investissement

SDR – Settlement Discipline Regime

Schéma récapitulatif



- En cas de défaut de règlement, le cycle de vie d'une transaction peut être schématisé comme suit (exemple pris sur un instrument liquide) :





3

Impacts pour le Buy-side

Analyse d'impacts (1/2)

Cas de défaut et risques associés



Les défauts de règlement-livraison peuvent être générés par les deux parties Buy-side et Sell-side. L'analyse d'impact ci-dessous couvre les cas de défaut déclenchés par le Buy-side

Étape du cycle de la transaction	Origine du défaut	Cas de défaut – Buy-Side	Risques associés
1 - Ordre à exécuter	Middle Office Stock	<ul style="list-style-type: none">• Vente short sur les lieux de dépôts• Vente short – absence des titres en cas de repo ou de collatéral	<p>→ Risque de pénalité, voire de Buy-in</p> <p><i>Risque accru sur les valeurs multi-cotées (en particulier sur les ordres blocs). Les AM laissent souvent la gestion des lieux de dépôt aux TCC et leurs outils Front remontent rarement l'information sur les lieux de détention</i></p>
2 - Opération à matcher (Matching Broker)	Middle Office Flux	<ul style="list-style-type: none">• Affirmation non exhaustive• Affirmation hors délai• Affirmation erronée	<p>→ Risque de dispute, risque de pénalité</p> <p><i>L'obligation d'affirmer les allocations détaillées responsabilise le Buy-side en cas de processus non totalement automatisé</i></p>
3 - Opération à instruire (IRL)	Middle Office Flux	<ul style="list-style-type: none">• IRL tardive (hors délai) post cut-off• IRL erronée	<p>→ Pénalités avec risque de dispute sur le partage de responsabilité</p> <p><i>Le principe est de pénaliser le dernier à se présenter au R/L. La recherche des responsabilités effectives nécessitera investigations et règlement amiable sur la prise en charge</i></p>
4 - Opération à dénouer (R/L)	Teneur de compte conservateur - TCC	<ul style="list-style-type: none">• RL erroné• RL tardif	<p>→ Pénalités</p> <p><i>Pour les ordres retail des banques privées, les défauts de R/L peuvent être liés à l'absence de pré-matching et à la non-utilisation des IRL matchées par les chaînes du TCC retail</i></p>

Les cas de règlement partiel, de Buy-in, voire de pénalités (si versement au fonds) se traduisent également par des impacts sur la gestion comptable des OPC

Analyse d'impacts (2/2)

Répartition des responsabilités



Le tableau ci-dessous récapitule la répartition des responsabilités à chaque étape du cycle de vie de la transaction et en fonction des modèles opérationnels de la SGP

Étape du cycle de la transaction	Origine du défaut	Modèle opérationnel de la SGP		
		MO Flux et MO Stock internes	MO Flux externalisé et MO Stock interne	MO Flux et MO Stock externalisés
1 - Ordre à exécuter	Middle Office Stock	Responsabilité de la SGP	Responsabilité de la SGP	Responsabilité du Middle Stock
2 - Opération à matcher (Matching Broker)	Middle Office Flux	Responsabilité de la SGP	Responsabilité du Middle Flux	Responsabilité du Middle Flux
3 - Opération à instruire (IRL)	Middle Office Flux	Responsabilité de la SGP	Responsabilité du Middle Flux	Responsabilité du Middle Flux
4 - Opération à dénouer (R/L)	Teneur de compte conservateur - TCC	Responsabilité du TCC	Responsabilité du TCC	Responsabilité du TCC



Auteurs

· **Thierry Decourrière, Associé**

E-mail : thierry.decourriere@sagalink-consulting.com

· **Jean de Collongue, Associé**

E-mail : jean.decollongue@sagalink-consulting.com

· **Jinane Charafe Eddine, Consultante Senior Confirmée**

E-mail : jinane.charafeeddine@sagalink-consulting.com



SAGALINK Consulting

55, rue de Rivoli – 75001 Paris
T +33 1 49 96 54 43
www.sagalink-consulting.com

Qui sommes-nous ?

SAGALINK Consulting est un cabinet de conseil en stratégie opérationnelle et en organisation, spécialisé dans la gestion d'actifs, la gestion privée, l'assurance et les services titres aux investisseurs.

SAGALINK Consulting a pour ambition de faire le lien entre les métiers et les projets de ses clients en faisant preuve à la fois d'une maîtrise des techniques du conseil et d'une solide expertise sur les activités financières