

PASSAGE DU CYCLE DE RÈGLEMENT- LIVRAISON À T+1 DANS L'UE

Projet de note AMF-Banque de France - Observations

Le 10 juin dernier l'AMF a tenu une réunion entre plusieurs de ses commissions consultatives, à laquelle l'AMAFI était représentée, afin d'échanger sur l'approche à adopter en vue d'un éventuel passage de l'UE à T+1, l'AMF et la Banque de France préparant une note de position sur le sujet.

Le présent document apporte ainsi, comme sollicité alors, au terme d'une première réflexion qui reste à approfondir, quelques éléments complémentaires à ceux déjà évoqués en réunion. Après avoir rappelé quelques observations générales (I.), deux aspects particuliers sont ici abordés : l'impact d'un passage à T+1 sur le marché des obligations d'entreprises (II.) et l'articulation d'un tel passage avec le Royaume-Uni (III.).

Les éléments apportés sont à dire d'experts. L'AMAFI n'ayant pas eu le temps indispensable pour réunir suffisamment de données chiffrées, ses remarques concernant le marché des obligations d'entreprises demandent en particulier à être étayées par une étude. Celle-ci devrait être intégrée à l'analyse d'impacts qu'il apparaît indispensable de conduire pour déterminer et préciser, non seulement les enjeux et les conséquences d'une migration à T+1 dans l'Union, mais aussi les actions à mener avant d'espérer réaliser une telle migration.

L'AMAFI s'est concertée avec FPM et l'AFG, et partage les observations que chacune de ces associations fait valoir dans sa réponse ciblant les activités qu'elle représente. L'AMAFI reste en tout état de cause à disposition des autorités pour approfondir la réflexion sur une évolution structurelle du marché, dont les impacts doivent être soigneusement estimés.

I. OBSERVATIONS GÉNÉRALES

De façon générale, l'AMAFI souligne qu'il n'existe pas de consensus sur l'opportunité même de passer à T+1 en Europe. Ce projet suscite en effet un certain scepticisme quant à sa valeur ajoutée, comme en témoignent les réponses à la consultation de l'ESMA. Au-delà, les préoccupations portent également sur les coûts induits et l'allocation de ressources qu'implique la réalisation d'un passage à T + 1. A l'heure où renforcer le financement par le marché est une impérieuse nécessité, mener à bien un projet de cette ampleur se heurtera à d'autres projets en cours pour réaliser l'UMC, tels que l'adaptation à MiFIR Review (notamment pour ce qui est lié à la transparence obligatoire, à la question des données de référence ou à la mise en œuvre des *Consolidated Tapes*), EMIR 3.0 ou encore l'ESAP, qui eux aussi impliquent une importante allocation de ressources et des coûts substantiels.

Un tel saut dans l'inconnu ne peut donc être accompli sans qu'une étude d'impact détaillée ne soit préalablement menée afin de suffisamment éclairer une éventuelle décision de migrer à T+1.

Par ailleurs, bien que le passage à T+1 aux États-Unis semble s'être déroulé sans encombre, il ne peut pas en être déduit qu'il en sera de même en Europe.

- Tout d'abord, parce que celui-ci fait suite à une période de préparation de trois ans, et porte sur un marché dont l'infrastructure de règlement-livraison est incomparablement plus simple que celle qui prévaut au sein de l'Union.
- Ensuite, parce qu'il est encore trop tôt pour évaluer les conséquences potentielles d'un écart de cycles de règlement entre le marché européen et le marché américain, et les éventuelles difficultés qui en résulteraient pour l'industrie financière. Alors que ces conséquences paraissent négligeables deux semaines après la migration US, il convient en tout état de cause de prendre du recul en envisageant les effets à long terme d'un tel écart.
- Enfin parce que l'impératif d'autonomie stratégique que s'assigne désormais l'UE lui interdit tout mouvement suivre sans réflexion préalable lui assurant que la voie suivie est conforme à ses propres intérêts.

II. SUR L'OPPORTUNITÉ D'UN TRAITEMENT DIFFÉRENCIÉ DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE POUR UN ÉVENTUEL PASSAGE À T+1

Pour un éventuel passage à T+1, il nous semble important de considérer une approche potentiellement différenciée selon les types d'actifs concernés. Ce point vaut particulièrement pour les *corporate bonds* dans la mesure où une transition à T+1 pour ce marché, même si elle était techniquement réussie, paraît susceptible d'en détériorer durablement la liquidité.

Ce marché, dont la liquidité est déjà fragile¹, repose en effet sur l'intervention de teneurs de marché pour satisfaire le besoin d'immédiateté des investisseurs. Or, pour répondre aux sollicitations de leurs clients, ces teneurs de marché ne traitent pas seulement sur les titres qu'ils détiennent en portefeuille. Le feraient-ils, la liquidité du marché serait encore bien plus faible. Ainsi, lorsqu'une opération place un teneur de marché en position courte, il s'assure de son bon dénouement en cherchant à emprunter les titres concernés. Une réduction du cycle de règlement-livraison aurait ainsi pour effet direct de limiter le temps dont il dispose pour trouver les titres sur le marché du prêt-emprunt, alors même qu'il est déjà parfois difficile aujourd'hui de trouver certains titres. Ceci concerne particulièrement les obligations peu liquides ou certains types d'obligations (*high yield* par exemple). Ainsi, d'après les données de l'ESMA², le taux de défaut de R/L sur les obligations d'entreprises a tendanciellement augmenté entre mi-2021 et mi-2023 à l'échelle de l'Union et, d'après les données Euroclear France, il était entre janvier 2023 et avril 2024 supérieur à celui observé sur les autres classes d'actifs, à l'exception des ETFs.

De plus, une fois qu'un teneur de marché a vendu des titres à un client et a réussi à emprunter les titres correspondants, il reste exposé au risque de rappel des titres empruntés et peut donc avoir à retrouver des titres similaires auprès d'un autre prêteur dans un intervalle de temps contraint, et qui le serait davantage encore dans un système à T+1. Et il ne peut être assuré, en tout cas sans approfondissement de la réflexion, que les prêteurs consentent à une modification des conventions de prêt-emprunt pour assouplir le délai imposé aux teneurs de marché faisant face à une demande de rappel.

En outre, les obligations d'entreprise sont pour une partie substantielle émises auprès des CSDs internationaux, Euroclear Bank et Clearstream Banking Luxembourg et, contrairement à ce qui est le cas pour la dette souveraine ou les actions, les émissions se trouvent réparties entre plusieurs CSDs. Cette structure d'émission prolonge d'autant la mise en place des prêts-emprunts de titres et les rappels, puisque bien souvent les titres à transférer doivent d'abord être localisés et souvent réalignés entre CSDs, via les établissements en charge de la conservation.

¹ Ce point est déjà amplement documenté. Voir par exemple : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD700.pdf>

² V. [ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2, 2023](#), p. 25

En conséquence de ces éléments, un cycle de règlement-livraison à T+1 risque de détériorer la liquidité de ce marché et entraîner des coûts peu supportables pour les acteurs indispensables que sont les teneurs de marché (coûts des prêts de titres et de l'immobilisation de collatéral auxquels s'ajoutent les pénalités de défauts de règlement/livraison). On peut à tout le moins craindre que les teneurs de marché présentent alors des tailles d'offres plus petites (pour limiter le risque de ne pas trouver les titres) ou écartent leurs spreads. Cet effet ne serait alors pas limité dans le temps à la seule période d'adaptation à T+1 et serait au contraire de nature à perdurer. Il faut en outre noter qu'il s'inscrit dans un contexte marqué par la prochaine mise en œuvre de la réforme de MiFIR qui, en systématisant et en accélérant la transparence des transactions obligataires, est déjà de nature à accroître la prudence des teneurs de marché dans leurs interventions.

Toute comparaison en la matière avec le marché américain n'est pas ici pertinente compte tenu des différences en termes de propriété des titres et de possibilités de tirage sur la masse qui confèrent aux acteurs US une flexibilité incomparablement plus grande pour faire face aux difficultés de livraison des titres auxquelles ils peuvent faire face.

Il faut remarquer par ailleurs que le système des pénalités pour défaut de règlement au Royaume-Uni est plus clément que celui en vigueur dans l'Union. Ceci pourrait alors inciter au transfert de l'hébergement de certains Eurobonds vers le Royaume-Uni, ce que ne peut certainement pas souhaiter l'UE. Il est en tout état de cause impératif d'évaluer la possibilité de mesures prises par le Royaume-Uni qui auraient pour effet d'attirer sur son sol une part de plus en plus grande des transactions obligataires quand bien même il s'agirait d'obligation enregistrée auprès d'un CSD EU.

Tous ces éléments demandent à être analysés précisément avant (i) d'appliquer une éventuelle réduction du cycle de règlement-livraison aux opérations de prêt-emprunt et (ii) d'inclure le marché des obligations d'entreprise dans le périmètre de la transition à T+1. A tout le moins, il est nécessaire que les préconisations de l'AMF et la Banque de France intègrent comme prérequis la conduite d'une étude détaillée sur le fonctionnement du marché des obligations d'entreprise, l'importance des opérations de prêt-emprunt, et l'évolution des défauts de règlement-livraison sur ce marché.

III. SUR L'ALIGNEMENT DES CYCLES DE R/L BRITANNIQUE ET EUROPÉEN DANS LE CAS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Le principe d'un passage à T+1 coordonné au Royaume-Uni et dans l'UE nécessite selon l'AMAFI d'être questionné, l'hypothèse selon laquelle un désalignement serait néfaste à l'UE n'étant pas établie :

- Tout d'abord, la complexité du chantier de migration pour l'UE sera de toute évidence bien supérieure à celle que pourra connaître le Royaume-Uni, et il n'apparaît pas souhaitable a priori de réduire le temps consacré à la préparation dans l'Union au seul motif de s'aligner sur le calendrier souhaité par les autorités britanniques.
- Ensuite, l'exposition du Royaume-Uni, et notamment de ses fonds, aux titres européens est vraisemblablement plus forte que celle de l'UE aux titres britanniques, de sorte que si un alignement est jugé nécessaire, il serait logique qu'il se fasse aux conditions de l'Union.
- Enfin et surtout, il serait tout à fait paradoxal que l'UE lance un chantier de cette ampleur seulement sur le fondement du choix opéré par d'autres États, dont le Royaume-Uni : l'impératif d'autonomie stratégique que s'assigne l'Union lui commande de se garder de tout mouvement suiveur pour seulement choisir la voie qui s'avère conforme à ses propres intérêts.

La question des conséquences d'un éventuel désalignement entre le Royaume-Uni et l'Union européenne doit en tout état de cause faire l'objet d'une réflexion particulière pour le cas des obligations d'entreprise. En effet, au contraire des actions, de nombreux titres obligataires européens (déposés auprès d'un CSD ou d'un ICSD de l'Union), qu'ils soient émis par des entreprises ou par des États membres, traitent indifféremment sur des plateformes britanniques ou continentales. Deux situations au moins sont ainsi à distinguer :

- D'une part, si le passage à T+1 au Royaume-Uni devait s'appliquer au niveau des plateformes de négociation, c'est à dire signifier que toutes les transactions réalisées sur des plateformes britanniques seraient soumises à T+1, un même titre aurait des cycles de règlement-livraison différents selon le lieu où il est négocié. Les effets d'une telle situation pour l'UE comme pour le Royaume-Uni demande à être examinés avec soin en termes d'impacts sur la liquidité des titres concernés, qu'il s'agisse de disponibilité comme de qualité, mais ils paraissent a priori largement néfastes.
- A l'inverse, si le passage à T+1 au Royaume-Uni devait s'opérer pour les transactions sur des titres enregistrés auprès des CSDs britanniques, un désalignement des migrations ne se traduirait pas par un désalignement des cycles de R/L pour un même titre, et n'emporterait que des conséquences limitées pour le marché des *obligations d'entreprise* EU.

Ainsi, il nous paraît essentiel que les autorités et institutions européennes mènent une concertation avec leurs homologues britanniques sur les conséquences d'un passage à T+1 outre-Manche selon que le choix sera son application à raison du CSD d'enregistrement des titres ou des plateformes de négociation. L'objectif en la matière des autorités de l'Union devrait être d'exclure que les titres européens (donc inscrits auprès des CSD ou des ICSD de l'Union) puissent voir leur cycle de R/L modifié par une décision unilatérale du Royaume-Uni. En termes techniques, cela signifie que, du point de vue européen, la seule solution valable pour le traitement des titres non-britanniques, parmi celles envisagées par le rapport Geffen « *Accelerated Settlement Taskforce Report* » de mars 2024 (v. pp. 31 à 34 et p. 51 du rapport), est donc la troisième ("*1c - Plan UK move to T+1 in alignment with EU transition for transactions in XS ISINs*"), qui seule respecte les prérogatives des CSDs de l'Union.

Ceci permettrait d'éviter les conséquences néfastes de cycles de R/L différents sur le marché des obligations d'entreprise. On notera même que, dans ces conditions, la coexistence durable de cycles différents entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ne serait pas un problème du point de vue du marché des obligations d'entreprise.

