

J+1 dans l'UE, un défi majeur à aborder en deux étapes

Note de synthèse

Alors que le passage à J+1 semble inévitable dans l'UE selon la Commission Européenne, une transition de cette ampleur comporte de nombreux défis à relever de manière rapide et efficace. Par le biais du présent document, l'AMF et la Banque de France souhaitent contribuer au débat sur le « quand » et le « comment » d'un raccourcissement du cycle de règlement-livraison dans l'Union européenne.

À cet égard, nous sommes fermement convaincus que la meilleure façon de mettre en œuvre cette réforme implique :

- premièrement, une coordination rapprochée avec les autres grandes juridictions européennes. Étant donné les interdépendances entre ces différents marchés et le calendrier ambitieux présenté dans le rapport du groupe de travail britannique sur le cycle de règlement-livraison accéléré, il est souhaitable de mettre en place cette coordination dès que possible ;
- deuxièmement, compte tenu de la multiplicité des enjeux, il convient d'envisager une approche en deux temps :
 - Dans un premier temps et à titre de condition préalable, toutes les transactions devront être confirmées/allouées dès que possible et, dans tous les cas, avant la fin de la journée de négociation. De la même manière, toutes les améliorations opérationnelles et techniques nécessaires devront être mises en œuvre par les acteurs concernés (par exemple, la normalisation de l'échange de données, l'automatisation des processus manuels, etc.) ; et
 - Dans un second temps, le cycle de règlement-livraison pourra être réduit à J+1 à condition que le niveau des transactions confirmées/allouées à la date de la transaction soit jugé suffisant. Le calendrier de cette étape devra bien entendu tenir compte de la coordination nécessaire avec le Royaume-Uni et des enseignements tirés du passage des États-Unis et du Canada à J+1.

Dès aujourd'hui, la Commission doit jouer un rôle clé en lançant des groupes de travail sur tous les sujets pertinents et avec toutes les parties prenantes afin de concrétiser l'étape 1 dès que possible.

Enfin, les discussions autour de la conception du futur cadre J+1 ne doivent pas seulement se concentrer sur le champ d'application des règles, mais doivent également envisager tous les moyens ou outils possibles pour renforcer l'adhésion au J+1 (par exemple à travers des incitations réglementaires et économiques).

A- Le contexte global d'un passage à J+1.

La décision des États-Unis de passer à J+1 a créé un décalage entre les cycles de règlement-livraison européen et américain, ce qui entraîne un certain nombre de difficultés techniques et des coûts pour les acteurs du marché mondial. De nombreuses juridictions dans le monde envisagent également une telle réforme ou ont déjà mis en place un cycle de règlement-livraison accéléré. Ce contexte crée un *momentum* pour un passage à J+1 dans les différentes juridictions européennes. Le Royaume-Uni a déjà annoncé publiquement qu'il passerait à J+1, bien qu'avec un enthousiasme limité, *via* un rapport du groupe de travail sur l'accélération du règlement-livraison (« Accelerated Settlement Cycle Taskforce ») publié le 28 mars dernier.

S'agissant du calendrier de migration, ce rapport recommande une approche en deux étapes avec deux échéances : premièrement, la mise en œuvre d'ici à 2025 des changements opérationnels importants nécessaires pour permettre une compression du cycle de règlement-livraison et, deuxièmement, le passage effectif à J+1 avant la fin de l'année 2027.

Toutefois, le rapport indique très clairement que le Royaume-Uni est susceptible d'adapter son propre calendrier afin de procéder à cette transition simultanément avec l'UE. Cette simultanéité devrait être considérée comme un objectif essentiel, car une divergence dans le cycle de règlement-livraison entre l'UE et le Royaume-Uni serait beaucoup plus problématique et perturbatrice qu'avec les États-Unis.

Enfin, le 25 janvier 2024, la Commission européenne a déclaré qu'elle considérait désormais que « *ce dont nous devons discuter, ce n'est pas de savoir si l'Europe passera à un règlement-livraison à J+1. La question essentielle est plutôt de savoir quand et comment nous concrétiserons ce changement* »¹

Dans ce contexte, l'AMF et la Banque de France souhaitent contribuer, par le biais de ce document, au débat sur le « quand et comment » du passage à J+1, en proposant une approche à suivre, si le législateur venait à en prendre la décision.

B- Une transition complexe d'un point de vue opérationnel qui nécessite un calibrage minutieux du calendrier.

Le fonctionnement des marchés et en particulier de la chaîne post-négociation est un sujet très technique et, comme le soulignent régulièrement les acteurs concernés, le paysage du post-marché européen est très diversifié et fragmenté, notamment par rapport aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Le raccourcissement du cycle de règlement-livraison dans l'Union soulève des défis qui doivent être soigneusement évalués, notamment d'un point de vue de la compétitivité pour l'UE. Il est attendu que le rapport de l'AEMF, qui devrait être publié d'ici la fin de l'année 2024, comporte une telle évaluation.

Le passage à J+1 pourrait apporter des bénéfices directs, à savoir la réduction des risques de contrepartie et de marché, et des bénéfices à plus long terme, tels que l'automatisation globale des processus post-négociation ou la réduction des besoins de liquidité liés aux appels de marges, même si l'importance de ces bénéfices reste à préciser².

Toutefois, une transition de cette ampleur implique de nombreux défis à relever :

¹ Déclaration du 25 janvier 2024 lors de la table ronde de la Commission européenne sur le raccourcissement du cycle de règlement-livraison dans l'UE.

² En effet, l'impact est moins évident dans l'UE qu'aux États-Unis. Si la chambre de compensation américaine a estimé que la composante volatilité des appels de marges concernant les actions au comptant sera réduite de 41 %, il n'y a pas encore d'estimations claires dans l'UE (ni au Royaume-Uni).

- Tout d'abord, le passage à J+1, s'il n'est pas correctement préparé, pourrait avoir une incidence significative sur le nombre de suspens, au moins temporairement³ ;
- Deuxièmement, le passage à J+1 pourrait avoir des répercussions sur le fonctionnement actuel des opérations de prêt de titres et entraîner des contraintes supplémentaires pour ceux qui s'engagent dans ces opérations ;
- Troisièmement, le passage à J+1 aura un impact à tous les niveaux et il faut encore déterminer dans quelle mesure cela aura une incidence sur la liquidité des marchés ;
- Enfin, il faut également prendre en considération les conséquences que le passage à J+1 est susceptible d'avoir sur l'écosystème actuel et en particulier sur les plus petits acteurs, qui pourraient ne pas être en mesure de s'adapter au processus et de faire face aux coûts liés à cette transition.

En outre, les contraintes liées aux fuseaux horaires et les préoccupations concernant l'impact sur les activités des investisseurs étrangers dans l'UE doivent également être prises en compte. Compte tenu de toutes ces considérations, les acteurs européens auront besoin de suffisamment de temps pour se préparer à des changements aussi importants et pour garantir le maintien d'un niveau approprié d'efficacité du règlement-livraison dans l'UE. Tous ces défis doivent être analysés au regard des spécificités de chaque catégorie d'instruments financiers.

Il importe donc que le calendrier soit conçu de manière à permettre à l'UE de procéder à cette transition aux côtés d'autres grandes juridictions européennes (par exemple le Royaume-Uni et la Suisse, sous réserve d'un accord politique avec ces juridictions) tout en accordant suffisamment de temps au secteur européen pour s'y préparer.

C- Une approche en deux étapes : la voie la plus pragmatique.

L'amélioration de l'efficacité du règlement-livraison doit constituer une priorité et une condition préalable à tout raccourcissement du cycle de règlement-livraison. Les efforts doivent contribuer en premier lieu à cet objectif.

Afin d'améliorer l'efficacité du règlement-livraison dans l'UE et d'ouvrir la voie à un éventuel passage à J+1, nous pensons qu'une **approche en deux étapes** doit être envisagée.

Dans un premier temps et à titre de condition préalable, toutes les transactions devront être confirmées/allouées dès que possible et, dans tous les cas, avant la fin de la journée de négociation. Dans la même optique, des améliorations devront être apportées par le secteur dans les domaines suivants :

- la normalisation et les pratiques de marché communes dans l'UE (*cut-off* des infrastructures de marché, *etc.*) ;
- le règlement-livraison des transactions transfrontalières ;
- le règlement-livraison des actions d'ETF.

Enfin, il sera également nécessaire de veiller à ce que l'opérateur T2S dispose de suffisamment de temps pour se préparer au règlement-livraison d'un volume accru de transactions pendant la fenêtre de règlement-livraison en temps réel et au décalage de la fenêtre du règlement-livraison de nuit.

³ Par exemple, les acteurs et les infrastructures de marché, y compris T2S, ont éprouvé des difficultés à mettre en œuvre le régime des sanctions pécuniaires prévu par le règlement sur les DCT, bien que son entrée en vigueur ait été retardée de plusieurs années.

Afin de mettre en œuvre tous les changements nécessaires dès que possible, **la Commission doit jouer un rôle clé en lançant des groupes de travail avec toutes les parties prenantes et sur tous les sujets pertinents, y compris l'impact sur la compétitivité du secteur financier européen, la liquidité et les ressources humaines, afin de concrétiser l'étape 1 dès que possible.**

Dans un deuxième temps, le cycle de règlement-livraison des transactions pourra être ramené à J+1 à condition que le niveau des transactions confirmées/allouées à la date de transaction soit jugé suffisant. Dans ce cas, le champ d'application des règles J+1 devra être soigneusement défini afin de s'assurer qu'il ne réduira pas l'appétit des investisseurs étrangers pour les produits européens, tout en tenant compte des fuseaux horaires. Cette approche en deux étapes permettra également de disposer d'une période d'observation suffisante pour tirer des conclusions pertinentes du passage à J+1 aux États-Unis et au Canada. Même si ces marchés ne sont pas entièrement comparables à ceux de l'UE, il sera intéressant d'observer les impacts.

Il existe de nombreuses façons de mettre en œuvre un cycle de règlement-livraison plus court et plusieurs voies pourraient être explorées. Au-delà de la mise en place d'une obligation réglementaire, des mesures ou des outils plus incitatifs pourraient être envisagés (par exemple, via la meilleure exécution ou des coûts de règlement-livraison supplémentaires, comme c'est le cas aux États-Unis).

Enfin, d'un point de vue pratique, le plan de transition pourrait également envisager des mesures transitoires, notamment en ce qui concerne le mécanisme de sanctions pécuniaires du règlement européen sur les dépositaires centraux de titres.

Tout en progressant dans la préparation de la transition de l'Union à J+1, les institutions de l'UE devraient également envisager de coopérer plus étroitement avec les autorités et le groupe de travail sur le règlement-livraison accéléré britanniques, afin d'assurer une coordination des passages du Royaume-Uni et de l'UE à J+1. Compte tenu des interdépendances entre ces deux marchés et du calendrier ambitieux présenté dans le rapport britannique, il est souhaitable de mettre en place cette coordination dès que possible.

D- Élaborer des solutions européennes avec le secteur pour une transition adaptée dans l'UE.

Afin de permettre une compression du cycle de règlement-livraison, il est nécessaire que toutes les étapes entre l'exécution des transactions et le règlement-livraison soient optimisées et automatisées autant que possible. Cette compression exigera notamment que les transactions soient confirmées et allouées au plus tard avant la fin de la journée de négociation. L'automatisation dans ce domaine impliquera l'utilisation de plate-formes et d'outils facilitant l'échange d'informations entre toutes les parties prenantes le long de la chaîne entre la transaction et le règlement-livraison.

Or, si tout un chacun s'accorde pour dire qu'il importe de travailler sur l'automatisation et l'accélération du processus de confirmation et d'allocation, il faut être conscients qu'à ce jour, il n'existe pas de véritable offre de services dans ce domaine en UE.

Les acteurs européens doivent travailler ensemble pour concevoir des outils/plate-formes qui amélioreront l'efficacité du règlement-livraison et permettront de raccourcir son cycle. T2S et les nouvelles technologies pourraient également jouer un rôle à cet égard.

Ces éléments doivent être pris en compte lorsqu'il s'agit d'évaluer « quand » le J+1 pourrait intervenir dans l'UE.