

## ACTIONS

# Adieu «RM», bonjour «SRD»

**Le service à règlement différé a remplacé le règlement mensuel le 25 septembre. Cette évolution s'inscrit dans le cadre de la standardisation du modèle de marché adopté par les huit bourses partenaires de l'alliance européenne.**

**D**ÉPUIS LA SUPPRESSION DU règlement mensuel (RM), les transactions réglementées de la Bourse de Paris sont désormais au comptant. Cependant, pour permettre aux investisseurs qui souhaitent différer en fin de mois le règlement et la livraison de leurs opérations, les intermédiaires financiers notamment les banques, proposent à certains de leurs clients d'associer le Service à règlement différé (SRD) aux ordres qu'ils passent, à l'achat comme à la vente. Le SRD n'est donc pas un nouveau type d'ordre, mais un service complémentaire pouvant être attaché à tout ordre : ordre «à cours limité», «au prix du marché», «à tout prix», «tout ou rien», «à déclenchement». L'ordre à «révocation» avec SRD est ainsi valable jusqu'au jour de la liquidation générale.



PHILIPPE ARESTAN  
Chargé de mission

AFB

### POURQUOI LE SRD ?

La modernisation du RM s'explique par des raisons à la fois institutionnelles, financières et techniques.

“ Le SRD n'est pas un droit ouvert indistinctement à tous les investisseurs, mais un service consenti... ”

■ La Bourse de Paris était jusqu'alors la seule, en Europe et dans le monde, à proposer, pour un nombre limité de valeurs du Premier marché, un mécanisme de règlement et de livraison différés dans le temps : le RM. Le passage à un régime unifié de règlement et de livraison au comptant sur l'ensemble des marchés réglementés français gérés par ParisBourse constitue une simplification.

■ La généralisation du «comptant» améliore la transparence et la lisibilité des marchés français ; elle est également pertinente sur le plan économique et financier. En effet, le RM était limité à certaines valeurs du Premier marché, alors que tous les marchés réglementés gérés par ParisBourse présentent des valeurs liquides. Le SRD offre l'avantage de bénéficier à l'ensemble des valeurs admises à la cote, quel que soit leur marché d'origine, du moment que ces valeurs sont suffisamment liquides.

■ Sur le plan technique, le «tout comptant» permet, d'une part, d'unifier les modes de règlement et de livraison pour tous les marchés réglementés gérés par ParisBourse.

D'autre part, en raccourcissant le délai entre la liquidation et le règlement-livraison, le «tout comptant» permet aux investisseurs de dispo-

ser plus rapidement de leurs titres et de leurs liquidités. Ils peuvent ainsi diversifier leur champ d'action et optimiser la gestion de leurs portefeuilles.

### LE COMPTANT SE GÉNÉRALISE

Depuis le 25 septembre, toutes les valeurs cotées sur un des marchés gérés par ParisBourse sont donc négociées au «comptant». Contrairement au RM qui était le principe, et le «comptant» l'exception, c'est désormais le «comptant» qui devient, pour les investisseurs, le mode normal de règlement et de livraison des valeurs, le recours au SRD constituant une dérogation. La norme est donc que le transfert de propriété des titres négociés a lieu au jour de la négociation J et leur règlement-livraison à J+3. Toutefois, par exception, l'investisseur qui souhaite différer à la fin du mois le règlement et la livraison des valeurs négociées peut demander à son intermédiaire d'utiliser le SRD en complément à son ordre.

Deux conditions doivent être remplies pour que le SRD puisse être mis en œuvre. La première est «réelle» en ce qu'elle porte sur la chose : les titres négociés doivent y être éligibles.

### QUELS CLIENTS POUR LE SRD ?

La seconde condition est personnelle et tient à la qualité de l'investisseur : l'intermédiaire doit avoir autorisé son client à mettre en œuvre ce service. Le SRD n'est pas un droit ouvert indistinctement à tous les investisseurs, mais un service consenti «intuitu personae» par l'intermédiaire de tel ou tel client, en fonction de ses caractéristiques propres, notamment de son niveau de connaissance des mécanismes boursiers,

de sa solvabilité... ParisBourse estime d'ailleurs que le SRD est plus particulièrement destiné au quelque 250 000 investisseurs individuels actifs qui utilisaient précédemment le RM.

L'appréciation portée par l'intermédiaire s'explique par le fait qu'il devrait en principe être considéré comme du croire de son client. A ce titre il garantit la bonne fin de l'opération. Il supporte donc de ce fait potentiellement un risque, risque que la banque doit accepter ou refuser de prendre. Cette prise de risque par l'intermédiaire génère deux conséquences : la nécessité d'une couverture et la facturation d'une commission.

#### QUELLES GARANTIES ?

L'acceptation par l'intermédiaire d'un ordre avec SRD est conditionnée au fait que l'investisseur ait préalablement constitué, auprès de l'intermédiaire, une couverture, c'est-à-dire une provision suffisante, en espèces et/ou en titres. Les règles de place prévoient des niveaux minimums de couverture : 20 % lorsqu'elle est constituée par des liquidités, des bons du Trésor ou des Opcvm monétaires ; 25 % lorsqu'elle est composée d'obligations, de titres de créance négociables ou d'Opcvm obligataires ; 40 % lorsque la couverture consiste en des actions ou en des Opcvm actions. Ces taux étant des minimums, l'intermédiaire peut les moduler à la hausse en fonction de l'appréciation du risque qu'il porte sur son client. Lorsque la couverture est constituée en tout ou en partie par des titres, ceux-ci peuvent avoir deux origines. Ils peuvent soit être déjà inscrits au compte du client, soit avoir été préalablement acquis par lui avec SRD au cours de la même liquidation.

#### A QUEL PRIX ?

Le SRD s'inscrit par ailleurs dans la logique économique qui veut qu'un service spécifique, en l'occurrence une avance de fonds ou de titres, selon que le SRD est associé à

un ordre d'achat ou de vente, soit tarifée. La facturation du service rendu à l'investisseur prend la forme d'une commission. Celle-ci se décompose en deux parties : une première partie facturée par le négociateur à l'intermédiaire teneur de compte et refacturée par le prestataire au client ; une seconde facturée directement par le teneur de compte à son client. Cette dernière correspond au risque de crédit lors d'un achat différé, ou de portage lors d'une vente différée supportée par l'intermédiaire en sa qualité de du croire envers son client.

#### UNE BASE COMMUNE

Les principaux circuits et mécanismes de place relatifs au RM, de même que la terminologie, subsistent. Ils s'appliquent désormais au SRD. Ainsi l'articulation du mois boursier est maintenue : il y a un jour de liquidation générale qui est désormais le cinquième et non plus le sixième jour de bourse avant la fin du mois, et un jour de règlement-livraison où s'effectue le règlement des espèces et la livraison des titres, qui reste le dernier jour de bourse du mois. Le délai compris entre le jour de liquidation générale et le jour de règlement-livraison s'appelle toujours la période de liquidation. Et comme sous l'empire du RM, le lendemain du

**“ La mise en place du SRD s'accompagne nécessairement de la création d'un marché centralisé de prêt-emprunt de titres. ”**

jour de liquidation générale, donc le quatrième jour de bourse avant la fin du mois, débute une nouvelle liquidation qui se terminera le jour de liquidation générale du mois suivant.

Le compte de liquidation est également conservé et est alimenté par les transactions effectuées pendant la liquidation en cours.

Si la valeur est inscrite sur la liste des valeurs éligibles et si l'investisseur est autorisé à recourir au SRD, celui-ci passera son ordre en précisant «SRD». L'ordre avec SRD est un ordre exécuté au «comptant» mais dont le règlement des espèces et la livraison des titres sont différés jusqu'au dernier jour de bourse du mois. La mise en place du SRD nécessite donc d'introduire une nouvelle notion, celle de «période de différé» qui correspond à l'intervalle compris entre la date de négociation et le dernier jour de bourse du mois. Toute transaction intervenue au cours de la liquidation, jour de liquidation générale compris, alimente le compte de liquidation de la liquidation en cours. En revanche, une transaction intervenant à compter du lendemain du jour de liquidation générale alimente le compte de liquidation du mois suivant. A réception de cet ordre, la banque le transmet au négociateur, membre du marché sur lequel l'ordre est exécuté.

#### LA LOGIQUE JURIDIQUE

Il convient de distinguer deux situations : l'achat SRD, la vente SRD.

A l'achat, le client passe en J un ordre d'achat de titres avec SRD à sa banque. L'intermédiaire transmet l'ordre d'achat au négociateur qui achète les titres au «comptant», le marché étant désormais au «comptant». AJ+3, le négociateur verse le prix au marché, et les titres lui sont livrés simultanément : l'achat étant SRD, le client ne paiera les titres et n'en sera livré que le dernier jour de bourse du mois. Le résultat pour le client est donc identique à ce qu'il était sur le RM. Une différence existe cependant pour le négociateur puisque, lors du paiement à J+3 des titres achetés sur le marché au «comptant» en J, il a fait au client l'avance des espèces nécessaires à leur règlement. En contrepartie de

## Enquête

son paiement, le négociateur est propriétaire des titres et ce jusqu'au jour où il en transférera la propriété à l'investisseur via la banque, intermédiaire transmetteur d'ordres. Le négociateur étant propriétaire des titres pendant ce délai, il pourra les utiliser et s'en dessaisir momentanément en les prêtant sur le marché.

A la vente, le client passe en J un ordre de vente de titres avec SRD à sa banque. L'intermédiaire le transmet au négociateur qui vend les titres sur le marché au «comptant». A J+3, le négociateur livre les titres au marché qui lui en paie le prix. Mais la vente étant SRD, le client reste propriétaire des titres si, à ce jour, il en dispose sur son compte. Il en irait différemment si les titres vendus SRD avaient été achetés SRD par le client au cours de la même liquidation. Dans les deux cas, il ne les livrera et n'en percevra le prix que le dernier jour de bourse du mois.

En outre, le client peut, au cours d'une même liquidation, effectuer plusieurs opérations d'achat et/ou

**“ On peut légitimement s'interroger sur le devenir du SRD dans les mois, mais plus sûrement dans les années à venir. ”**

de vente avec SRD sur les mêmes titres. Seul le solde de ces opérations sera alors réglé et livré en fin de mois.

### LA PROROGATION

Le client peut également demander à sa banque de proroger l'ordre avec SRD. Pour cela, le client doit transmettre sa demande au plus tard le cinquième jour, voire le quatrième si la chaîne-titres de l'intermédiaire le permet, avant la fin du mois.

La prorogation consiste pour le client, dans le cas d'un ordre d'achat avec SRD, en une vente au «comptant» sur la liquidation finissante des titres qui avaient été achetés au «comptant» par le négociateur au cours de la liquidation, et à

un nouvel achat avec SRD sur la liquidation suivante. Inversement, dans le cas d'un ordre de vente avec SRD, la prorogation consiste en un achat au «comptant» sur la liquidation finissante des titres qui avaient été ven-

due au «comptant» par le négociateur au cours de la liquidation, et à une nouvelle vente avec SRD sur la liquidation suivante. La prorogation d'un ordre d'achat ou de vente avec SRD donne lieu, le dernier jour du mois, au versement ou au prélèvement sur le compte du client, par la banque pour le compte du négociateur, d'une somme représentant la différence entre la valorisation de la position au cours de négociation et sa valorisation au cours de prorogation.

De même que la banque dispose de la faculté de consentir ou non le SRD à son client, de même, lorsque le client y a recours, la banque peut refuser la possibilité de proroger des ordres passés avec SRD.

### Le SRD, pour quelles valeurs ?

Une valeur est réputée éligible au SRD en fonction de deux critères :

- l'appartenance à l'indice SBF 120 ;
  - une capitalisation boursière d'au moins un milliard d'euros et un volume d'échanges quotidiens d'un million d'euros.
- Ces deux critères permettent à ParisBourse de s'assurer que la taille boursière de l'entreprise et le niveau d'activité sur ses titres sont suffisants pour faire l'objet d'un marché

de prêt-emprunt de titres.

La liste des valeurs éligibles au SRD est diffusée par ParisBourse. Dans sa version mise à jour le 3 août, elle comprend 159 valeurs éligibles dont 7 étrangères, 137 étaient cotées au Premier marché, 4 au Second marché et 11 au Nouveau marché. Elles sont identifiables dans la cote par le sigle **D**. Cette liste est qualifiée d'ouverte dans la mesure où ParisBourse prévoit de la réviser périodiquement.

Cette révision pourra aboutir à intégrer de nouvelles valeurs à la liste ou, en revanche, à en retirer certaines. Ainsi, une valeur pourra à tout moment, avec toutefois un délai de quatre semaines après la publication d'un avis par ParisBourse, devenir éligible au SRD, dès lors qu'elle remplira les critères requis. Le retrait éventuel de valeurs n'interviendra qu'une fois par an et ParisBourse en fera l'annonce suffisamment

tôt pour permettre aux investisseurs de prendre, le cas échéant, leurs dispositions afin de déboucler leurs positions sur les valeurs retirées. En cas d'offre publique, ou lorsque les conditions du marché l'exigeront, ParisBourse pourra suspendre le recours au SRD pour un titre de la liste, ou le supprimer définitivement.

La liste complète et actualisée est disponible sur le site internet de ParisBourse : <http://www.bourse-de-paris.fr>

## LES POUVOIRS DU NÉGOCIATEUR

Pour le client, le résultat est largement comparable à celui du RM. Il en va différemment pour le négociateur qui, pour être en mesure de livrer les titres à l'acheteur à J+3, doit, s'il ne les détient pas déjà, se les procurer sur le marché. Il devra donc les emprunter.

L'exécution par le négociateur d'un ordre avec SRD implique qu'il fasse, selon le cas, une avance d'espèces ou une avance de titres. Dans les deux cas, il supporte un risque. Celui-ci tient, soit au défaut de remboursement des espèces prêtées au client, soit à l'impossibilité de se procurer sur le marché les titres nécessaires. C'est la raison pour laquelle le négociateur, de même que la banque en sa qualité de du croire, peuvent refuser au client la faculté de recourir au SRD à l'achat comme à la vente.

La description du mécanisme du SRD montre donc que la mise en place de ce nouveau service s'accompagne nécessairement de la création d'un marché centralisé de prêt-emprunt de titres. Ce marché doit permettre, à tout moment, aux négociateurs de prêter les titres dont ils disposent, ou d'emprunter ceux dont ils ont besoin. S'adressant aux négociateurs, ce marché fonctionne uniquement entre ses membres.

## QUEL AVENIR ?

Finalement, le SRD se voit triplement limité : par la décision possible de tel ou tel intermédiaire de ne pas offrir le SRD à ses clients, par l'éviction de tel ou tel client du SRD, par l'inéligibilité au SRD de certaines valeurs de la cote. Tout n'est cependant pas perdu pour ces intermédiaires, ces investisseurs et ces valeurs. L'achat d'une valeur au «comptant» reste possible, même lorsque le client ne dispose pas de la trésorerie suffisante. La solution consiste dans le recours

au crédit classique. Il convient également de ne pas perdre de vue qu'un investisseur suffisamment averti qui souhaite effectuer des opérations avec effet de levier conserve la faculté de recourir aux contrats négociés sur le Matif et sur le Monep.

On peut légitimement s'interroger sur le devenir du SRD dans les mois, mais plus sûrement dans les années à venir. En effet, comme il a été indiqué ci-dessus, une des raisons de la modernisation du RM tenait dans la nécessité d'harmoniser les pratiques de marché dans le cadre de l'Alliance des huit. Bien que l'objectif immédiat ne semble plus être l'organisation d'une bourse européenne unifiée, les discussions se poursuivent néanmoins dans le cadre de l'Alliance des huit. Toutefois, parmi les accords séparés qui sont en cours de négociations entre certaines places européennes, un accord concerne les Bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris sous l'appellation Euro-next. Le SRD conservera-t-il sa raison d'être dans ce nouvel ensemble intégré ? ■