



NEXIALOG
CONSULTING

TRANSITION VERS LE CYCLE T+1

ENJEUX RÉGLEMENTAIRES,
IMPACTS SYSTÉMIQUES
ET LEVIERS OPÉRATIONNELS

JUILLET 2026

Auteurs : Clément CAZENAVE, Souhaib KLOUZ et Mouhamadou SALL

Entrée en vigueur : 11 octobre 2027

À l'attention des professionnels de la BFI et de la gestion d'actifs

Juillet 2026 — Basé sur le Rapport du Comité Européen T+1

High-Level Roadmap de novembre 2025

SOMMAIRE

	INTRODUCTION	3
01	PARTIE 1 : CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE & ORGANISATION DU CYCLE DE SETTLEMENT	4
	1.1 LE CYCLE ACTUEL EN T+2	
	1.2 CADRE RÉGLEMENTAIRE : CSDR REFIT ET IMPULSION EUROPÉENNE	
	1.3 PÉRIMÈTRE ET ACTEURS CONCERNÉS	
	1.4 LE NOUVEAU TIMETABLE OPÉRATIONNEL	
02	PARTIE 2 : IMPACTS SYSTÉMIQUES ET ZONES DE TENSION	7
	2.1 LA CHAÎNE POST-TRADE : LE MUR DES 3 HEURES	
	2.2 LE MARCHÉ REPO : DU FILET DE LIQUIDITÉ AU GRIDLOCK	
	2.3 IMPACTS SPÉCIFIQUES POUR LES GESTIONNAIRES D'ACTIFS	
	2.4 LE DÉSALIGNEMENT APAC ET LA JAMBE FX	
	2.5 SECURITIES LENDING : LA LIQUIDITÉ SOUS CONTRAINTE	
03	PARTIE 3 : LEVIERS SYSTÉMIQUES ET FEUILLE DE ROUTE FRONT-TO-BACK	10
	3.1 LES FONCTIONNALITÉS D'INFRASTRUCTURE : DES OPTIONS AUX PRÉREQUIS	
	3.2 ÉVOLUTIONS DES INFRASTRUCTURES : CCPS, FORMATS ET FX	
	3.3 L'AUTOMATISATION STP : DE L'OBJECTIF À L'EXIGENCE	
	3.4 FEUILLE DE ROUTE MÉTIER FRONT-TO-BACK	
	CONCLUSION	16
	GLOSSAIRE DES ACRONYMES	17

INTRODUCTION

Le règlement européen 2025/2075 impose le passage du cycle de settlement des valeurs mobilières de T+2 à T+1 à compter du 11 octobre 2027. Cette évolution s'inscrit dans un mouvement mondial de compression des cycles post-trade, après l'adoption du T+1 aux États-Unis, au Canada et au Mexique en mai 2024, ainsi qu'en Inde depuis janvier 2023. Le Royaume-Uni et la Suisse ont également coordonné leur propre transition vers T+1 à la même date du 11 octobre 2027, dans une démarche délibérément alignée sur le calendrier européen.

Cette transition est bien plus qu'un ajustement technique. Elle implique une refonte profonde de l'ensemble de la chaîne post-trade, depuis les infrastructures de marché jusqu'aux processus métiers quotidiens des gérants d'actifs et des banques d'investissement. La fenêtre effective de traitement passe de 27 heures à environ 3 heures, rendant caducs tous les processus manuels encore en vigueur aujourd'hui.

La présente note technique cartographie les implications du passage à T+1 selon trois axes :

- Le contexte réglementaire et l'organisation cible du cycle de settlement ;
- Les impacts systémiques et les zones de tension par segment de marché ;
- Les leviers infrastructurels, opérationnels et la feuille de route métier front-to-back.

PARTIE 1 : CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE & ORGANISATION DU CYCLE DE SETTLEMENT

1.1 LE CYCLE ACTUEL EN T+2

1.1.1 LES ACTEURS DE LA CHAÎNE POST-TRADE

La chaîne post-trade mobilise un ensemble d'acteurs interdépendants, répartis entre le côté acheteur (buy-side) et vendeur (sell-side), les infrastructures de marché et les intermédiaires.

Du côté buy-side, les asset managers, hedge funds et investisseurs institutionnels transmettent leurs ordres au marché mais n'ont pas d'accès direct aux plateformes de négociation ni aux systèmes de compensation, raison pour laquelle ils opèrent via des intermédiaires agréés. Du côté sell-side, les broker-dealers et Clearing Members exécutent les ordres, accèdent aux CCPs et instruisent le règlement au niveau des CSDs.

Les infrastructures de marché constituent le socle technique : les Trading Venues (Euronext, Deutsche Börse) pour l'exécution, les CCPs (LCH SA, Eurex Clearing) pour la compensation et la garantie, les CSDs et ICSDs (Euroclear France, Clearstream) pour la conservation et le règlement-livraison, et T2S, c'est-à-dire TARGET2-Securities, opéré par la BCE comme moteur centralisé de settlement en Europe. Les custodians, settlement agents et prime brokers assurent la liaison entre les participants et les infrastructures, en tenant les comptes-titres de leurs clients et en gérant les instructions de règlement.

1.1.2 LE DÉROULÉ DU CYCLE T+2

En T+2, le cycle post-trade s'articule sur trois jours calendaires après l'exécution. Le Trade Date (T+0) est consacré à l'exécution sur le marché et au trade capture dans l'OMS. Le jour suivant (T+1), les équipes middle office procèdent à l'allocation des ordres groupés, aux confirmations entre buy-side et sell-side, et à la génération des instructions de règlement. Le Settlement Date (T+2) est celui du matching au CSD et du Night-Time Settlement T2S qui démarre à 20h00, qui s'articule en plusieurs séquences successives, C1S0 à C1S3, avant d'atteindre C1S4 à minuit : la séquence principale du premier cycle, où se concentre la liquidité et où toutes les instructions de settlement sont traitées. Ce processus inclut le DvP, Delivery versus Payment, avec mise à jour des positions.

Ce cycle offre aujourd'hui une fenêtre confortable pour résoudre les exceptions : une instruction erronée ou un mismatch détecté le soir du Trade Date peut être corrigé le lendemain matin avant le settlement. Cette tolérance disparaît entièrement en T+1.

1.2 CADRE RÉGLEMENTAIRE : CSDR REFIT ET IMPULSION EUROPÉENNE

La transition vers un cycle T+1 s'inscrit dans le prolongement du CSDR Refit, réforme adoptée pour moderniser le cadre existant et améliorer l'efficacité du post-marché. Le CSDR vise à harmoniser les règles de règlement-livraison en Europe, à renforcer la sécurité des infrastructures (CSD) et à instaurer des mécanismes de discipline : pénalités en cas de défaut de règlement, reporting des échecs, dispositifs de buy-in.

Dans ce cadre, la Commission européenne a fait début 2025 une proposition législative, adoptée sous la forme du règlement (UE) 2025/2075, visant à raccourcir le cycle de règlement des valeurs mobilières négociées sur des plateformes de trading de l'UE et dénouées dans des systèmes de règlement européens. Cette réforme, entrée en vigueur le 3 novembre 2025, repose sur une coopération étroite entre :

- La Commission européenne (initiative législative) ;
- L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), chargée de l'analyse technique et des normes ;
- La Banque centrale européenne (BCE) et l'Eurosystème, impliqués dans les infrastructures de règlement.

L'ESMA a recommandé officiellement une transition coordonnée vers T+1 au 11 octobre 2027, date retenue pour permettre une préparation opérationnelle suffisante de l'ensemble des acteurs.

POINT CLÉ — SUSPENSION DES CASH PENALTIES CSDR

Suite à l'accord du trilogue de juin 2025, un mécanisme permet à la Commission européenne de suspendre temporairement les cash penalties CSDR si un risque matériel de hausse des fails est identifié pendant la migration. La collecte de données et le monitoring de l'efficacité de settlement restent actifs même en cas de suspension.

1.3 PÉRIMÈTRE ET ACTEURS CONCERNÉS

Le champ d'application du T+1 reprend celui du T+2 tel que défini par l'Article 5(2) du CSDR. Sont concernées les transactions sur valeurs mobilières exécutées sur une plateforme de négociation européenne et dénouées dans un CSD enregistré en UE. Les classes d'actifs couvertes comprennent les actions et ETPs, les obligations domestiques et les obligations internationales (Eurobonds).

Plusieurs catégories restent hors scope : les dérivés ne réglant pas dans un CSD, les transactions négociées en OTC, et, ce qui est crucial, les SFTs (Securities Financing Transactions) qui bénéficient d'une exemption négociée lors du trilogue du 18 juin 2025, à condition d'être documentées comme transactions en deux opérations liées.

Les acteurs impactés couvrent toute la chaîne post-marché :

- Intermédiaires financiers (banques, brokers, prime brokers) ;
- Infrastructures de marché (CSD, CCP, plateformes de négociation) ;
- Gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels ;
- Prestataires de services post-trade (custodians, agents de règlement).

1.4 LE NOUVEAU TIMETABLE OPÉRATIONNEL

Le passage à T+1 impose une refonte complète du séquençage post-trade autour d'un ensemble de gating events, c'est-à-dire des jalons opérationnels dont le respect conditionne le settlement dans les délais. Trois principes directeurs gouvernent ce timetable : l'harmonisation (adhésion encouragée aux horaires définis), la flexibilité (pas de contrainte légale mais les déviations ne doivent pas pénaliser les autres acteurs), et le principe Adhere or Explain (les participants doivent justifier toute non-conformité auprès de leurs contreparties). Ces principes s'appliquent à l'ensemble des acteurs de la chaîne, depuis les plateformes de trading jusqu'aux dépositaires centraux. Certains gating events relèvent de décisions individuelles des participants (allocation, confirmation, instruction de règlement). D'autres impliquent des modifications des infrastructures de marché elles-mêmes, soumises à des processus de gouvernance collective dont les décisions sont encore en cours à la date de rédaction de cette note.

GATING EVENT	DEADLINE CIBLE
Clôture des marchés	17h30 / 22h00 selon plateforme
Fichiers EOD CCPs (netting reports, instructions)	30 min après clôture marchés
Réconciliation Clearing Members	1–2h après clôture marchés
Allocations et confirmations buy-side/sell-side	23h00 — Trade Date
Instructions au CSD (matching)	Avant minuit — Trade Date
Premier cycle T2S NTS (C1P0 to C1S4)	00h00 — Settlement Date
DvP cutoff — toutes devises EEE	16h00 — Settlement Date
FoP cutoff	18h00 — Settlement Date

Le tableau illustre une logique de compte à rebours jusqu'à minuit : chaque gating event conditionne le suivant, et la défaillance d'un seul maillon compromet l'ensemble de la chaîne. Deux évolutions structurelles de T2S méritent d'être soulignées. D'abord, le décalage du démarrage du NTS de 20h00 à minuit, actuellement en cours de formalisation dans la gouvernance T2S pour la release de juin 2027, libère la soirée du Trade Date pour que les participants finalisent leurs instructions et leur matching avant que T2S ne commence à traiter. Ensuite, l'introduction de C1SX, une nouvelle fenêtre de règlement partiel dans le premier cycle NTS : aujourd'hui le partial settlement n'existe que dans le second cycle ; en T+1, attendre ce délai supplémentaire serait incompatible avec les exigences du nouveau cycle. Sur le DvP cutoff enfin, l'harmonisation à 16h00 s'applique à l'ensemble des devises européennes, à savoir l'EUR et les devises des États membres hors zone euro, résolvant les incohérences actuelles où certains marchés ferment leur fenêtre avant cette heure.

PARTIE 2 : IMPACTS SYSTÉMIQUES ET ZONES DE TENSION

Le raccourcissement du cycle de règlement ne constitue pas une simple compression temporelle : il reconfigure structurellement les interdépendances entre segments de marché, expose les fragilités opérationnelles latentes et force une automatisation que beaucoup d'acteurs avaient jusqu'ici différée. Cinq zones de tension majeures méritent une analyse granulaire.

2.1 LA CHAÎNE POST-TRADE : LE MUR DES 3 HEURES

Aujourd'hui, le cycle T+2 offre une fenêtre de traitement effective d'environ 27 heures : la journée J pour les allocations et confirmations, et une grande partie de J+1 pour les instructions de règlement avant le cut-off T2S. En T+1, cette fenêtre se réduit à environ 3 heures après la clôture des marchés, soit typiquement entre 17h30 et minuit le jour J.

Les processus encore manuels ou semi-automatisés, qu'il s'agisse des allocations entre gérants et dépositaires, des confirmations SWIFT ou de la réconciliation de positions, deviennent immédiatement incompatibles avec le nouveau régime.

Les établissements qui s'appuient encore sur des flux batch nocturnes ou des validations humaines intermédiaires devront soit automatiser l'intégralité de leur chaîne STP (Straight-Through Processing), soit accepter des taux d'échec structurellement élevés, assortis des pénalités CSDR afférentes. Les causes de retard les plus fréquentes identifiées par le Comité T+1 incluent les give-ups tardifs, les NAV pricing delays, les mismatches de SSIs et les notifications de recalls de titres prêtés non immédiates.

2.2 LE MARCHÉ REPO : DU FILET DE LIQUIDITÉ AU GRIDLOCK

Le marché des repos constitue l'une des vulnérabilités les plus documentées du passage à T+1. La mécanique est la suivante : si les titres règlent en T+1, les repos qui les financent doivent mécaniquement régler en T+0, c'est-à-dire le jour même de la transaction, pour que les espèces soient disponibles au moment du règlement. Selon les estimations du Comité Européen T+1 issues de l'expérience du marché des obligations d'État britanniques, qui règle déjà en T+1, environ 43% du marché repo migre vers le settlement T+0 avec ce basculement.

Ce glissement crée trois effets en cascade :

- La perte de la compensation nette. Aujourd'hui, les repos clearés par CCP, soit principalement le segment dealer-to-dealer via LCH RepoClear et Eurex Repo, bénéficient d'un netting multilatéral qui réduit drastiquement les volumes transmis à T2S pour settlement. Mais une part significative du marché repo reste bilatérale ou triparty, sans passer par une CCP, et règle déjà en brut dans T2S. Le passage au T+1 cash force une migration vers T+0 d'une grande partie de ces transactions. Pour les repos clearés, le bénéfice du netting overnight disparaît : ils doivent rejoindre le cycle de settlement intraday en temps réel, sans bénéficier de cette compression. Pour les repos bilatéraux, déjà sans netting, la pression sur la liquidité intraday s'intensifie mécaniquement.
- Le gridlock comportemental. Chaque participant attend les espèces de ses repos entrants avant de livrer sur ses repos sortants. Ce comportement rationnel au niveau individuel, devient pathologique au niveau systémique : si tous les acteurs adoptent cette posture simultanément en fin de journée, le système se bloque. La littérature sur les systèmes RTGS identifie ce phénomène de longue date ; T+0 sur les repos le réintroduit dans une fenêtre temporelle beaucoup plus contrainte.
- La cascade d'échecs. Un repo qui échoue prive son contrepartiste des espèces attendues, qui échoue à son tour sur une autre instruction, propageant la défaillance en chaîne. Ce risque est d'autant plus élevé que les participants auront réduit leurs buffers de liquidité préventifs pour optimiser leurs coûts.

SOLUTION ENVISAGÉE : LE BATCH DE MIDI T2S

Un cycle de settlement batch supplémentaire vers 12h00 dans T2S est proposé pour redistribuer l'activité sur la journée et permettre aux participants de bénéficier de la compensation nette de midi. 85 % des acteurs consultés par l'ERCC y sont favorables. Cette recommandation fait l'objet d'analyses complémentaires sur la faisabilité et l'impact sur les autres services TARGET, ce qui en fait l'un des points les plus surveillés de la roadmap T+1 européenne.

2.3 IMPACTS SPÉCIFIQUES POUR LES GESTIONNAIRES D'ACTIFS

Les gestionnaires d'actifs sont exposés à un désalignement de temporalités particulièrement prégnant dans un régime T+1. Leurs fonds se trouvent à l'intersection de plusieurs cycles qui ne se synchronisent pas naturellement :

- Les actifs en portefeuille règlent en T+1 ;
- Les rachats de parts restent traités en T+3 ou T+4 selon les prospectus ;
- Les appels de marge VM sur dérivés OTC doivent être honorés le jour J.

Ce triangle de temporalités force le maintien de réserves de liquidité plus importantes ou le recours à des lignes de crédit intra journalières, ce qui implique un coût de portage non négligeable. Pour les fonds multi-actifs ou overlay dérivés, la gestion du collatéral devient une contrainte opérationnelle de premier rang.

Le mismatch actif/passif génère également un écart de liquidité structurel quotidien pouvant conduire à des dépassements des limites d'emprunt UCITS (plafond réglementaire de 10 %), nécessitant un monitoring en temps réel et la mise en place de lignes de crédit overdraft calibrées. Les fonds exposés aux marchés APAC font face à un décalage horaire supplémentaire : les marchés asiatiques ferment tôt le matin en heure européenne, laissant une fenêtre quasi nulle entre la réception des confirmations d'exécution et la deadline d'allocation de 23h00.

CAS PARTICULIERS – ETFs : LE MARCHÉ PRIMAIRE EN TENSION

Le mécanisme de création et rachat des ETFs repose sur des Authorized Participants (APs), c'est-à-dire des établissements agréés qui assemblent un panier de titres sous-jacents et le livrent à l'émetteur en échange de parts ETF nouvellement créées. En T+2, l'AP disposait de deux jours pour constituer ce panier. En T+1, il doit le faire le jour même.

Trois tensions spécifiques émergent. La coordination de settlement est rendue complexe par le fait qu'un panier ETF peut contenir des dizaines de titres cotés sur des marchés différents, de sorte que si un seul titre fait défaut, c'est toute la création qui échoue. Pour les ETFs exposés aux marchés asiatiques, le décalage horaire rend structurellement impossible une création en T+1 sur le même jour calendaire, raison pour laquelle le document source propose un mécanisme de création indicative en T+0 avec régularisation ultérieure, mais ce mécanisme génère des dépassements de la limite de dépôt cash UCITS de 20% auprès d'une même contrepartie (Article 56 UCITS), pour lesquels une clarification réglementaire d'ESMA est explicitement demandée. Enfin, les APs sont susceptibles d'élargir leurs spreads bid-ask pour intégrer le risque opérationnel accru, ce qui représente un surcoût répercuté directement sur l'investisseur final.

Les émetteurs d'ETFs doivent anticiper dès maintenant la révision de leurs accords avec les APs, l'identification de leurs sous-jacents problématiques et la mise en place de lignes de financement.

2.4 LE DÉSALIGNEMENT APAC ET LA JAMBE FX

Le passage à T+1 en Europe s'inscrit dans un contexte de désynchronisation croissante avec les places asiatiques (Japon, Hong Kong, Singapour) qui opèrent toujours majoritairement en T+2 ou T+3 pour certains segments. Cette divergence crée une complexité opérationnelle spécifique pour les flux transfrontaliers.

La jambe FX constitue le point de friction central : lors d'une transaction impliquant un investisseur non-euro achetant un titre européen, le règlement en euro doit intervenir en T+1, tandis que la conversion de devise obéit à des standards différents, à savoir le T+2 pour le spot FX. L'investisseur doit donc soit pré-financer sa position en euro, soit recourir à des facilités FX intrajournalières, avec le risque de change résiduel associé.

Pour les transactions en devises non-européennes (APAC, Middle East, ZAR), les opérations de change doivent être initiées plus tôt, potentiellement avant la confirmation définitive du trade sous-jacent. Le mécanisme PvP (Payment versus Payment) garantit que les deux jambes d'une transaction de change se règlent simultanément, éliminant le risque Herstatt. CLS (Continuous Linked Settlement) est le principal opérateur PvP existant, mais sa couverture ne s'étend pas à toutes les devises ni à tous les participants concernés par T+1, si bien qu'une extension est nécessaire. Les dépositaires globaux devront adapter leurs modèles de gestion de trésorerie pour absorber ces décalages.

2.5 SECURITIES LENDING : LA LIQUIDITÉ SOUS CONTRAINTE

Le marché du prêt de titres est directement impacté par le raccourcissement du cycle. En T+2, un prêteur disposait de suffisamment de temps pour rappeler ses titres prêtés lorsqu'il avait besoin de les livrer. En T+1, cette fenêtre se réduit à quelques heures, voire devient inexistante selon les fuseaux horaires et les délais de traitement des contreparties.

Deux tensions majeures émergent :

- Le recall risk : la capacité à rappeler des titres prêtés dans les délais devient critique. Toute vente d'un titre prêté nécessite une notification immédiate au desk lending pour déclencher le recall, le retour devant être bouclé same-day ou T+1 au plus tard. L'automatisation via messagerie ISLA est indispensable. Les gérants actifs devront arbitrer plus agressivement entre le revenu du prêt et la disponibilité des titres.
- La chaîne de détention : lorsque des titres transitent dans plusieurs programmes de prêt successifs (re-hypothécatation), le recall doit remonter toute la chaîne en temps contraint. Le risque d'échec en cascade est élevé.

Ces contraintes conduiront probablement à une réduction des durées de prêt et une sélection accrue des titres éligibles aux programmes de securities lending, avec un impact direct sur les revenus additionnels des fonds concernés.

PARTIE 3 : LEVIERS SYSTÉMIQUES ET FEUILLE DE ROUTE FRONT-TO-BACK

Face aux tensions identifiées, la réponse opérationnelle s'organise autour de deux niveaux interdépendants : les fonctionnalités d'infrastructure que les CSDs, CCPs et intermédiaires doivent déployer universellement, et les transformations métiers front-to-back que chaque acteur doit conduire dans ses propres systèmes et processus. Ces deux niveaux doivent avancer de concert, car l'un sans l'autre ne suffit pas.

3.1 LES FONCTIONNALITÉS D'INFRASTRUCTURE : DES OPTIONS AUX PRÉREQUIS

Six fonctionnalités des infrastructures de marché deviennent structurellement indispensables dans un régime T+1. Elles forment un système cohérent de gestion des situations où les ressources, qu'il s'agisse de cash ou de titres, ne sont pas disponibles au moment exact requis.

HOLD & RELEASE — INSTRUIRE TÔT, LIVRER AU BON MOMENT

Le Hold & Release permet d'instruire les ordres de règlement dès la confirmation de la transaction (tôt en soirée de J) tout en différant leur mise en file d'attente dans T2S jusqu'à disponibilité des ressources. Ce mécanisme permet de maximiser la fenêtre de compensation nette sans prendre de risque sur une position non encore réconciliée. Pour les custodians gérant des portefeuilles multi-clients, c'est le mécanisme qui permet de réconcilier vitesse d'instruction et contrôle opérationnel. Son déploiement systématique devient un standard de place, et non plus une option avancée.

RÈGLEMENT PARTIEL — ÉVITER LA PROPAGATION DES FAILS

Le règlement partiel (partial settlement) évite qu'une instruction portant sur 10 000 titres échoue intégralement faute de disposer de 500 titres. T2S règle la fraction disponible et suspend le solde, réduisant mécaniquement les taux d'échec bruts et limitant la propagation des fails. Son paramétrage par défaut dans T2S devra évoluer pour encourager son utilisation systématique, ce qui suppose d'introduire une fenêtre de partial settlement dans le premier cycle T2S C1SX.

ALLEGEMENTS — LA RÉOLUTION DES EXCEPTIONS EN TEMPS RÉEL

Les allègements sont des notifications unilatérales de règlement transmises par une partie au CSD, permettant d'initier le processus de matching même en l'absence d'instruction de la contrepartie. Combinés au reporting en temps réel des instructions non matchées, ils permettent la détection et la résolution des exceptions dès le soir du Trade Date. En T+1, il n'existe plus de fenêtre de correction le lendemain matin : les mismatches doivent être détectés et traités le soir même, dans la fenêtre 17h30–23h59.

POWER OF ATTORNEY — RÉDUIRE LA LATENCE D'INJECTION

Le Power of Attorney (POA) permet aux CCPs d'instruire directement au CSD pour le compte des Clearing Members, réduisant la latence d'injection des instructions. Aujourd'hui, les CCPs transmettent leurs instructions aux Clearing Members, qui les retransmettent au CSD, ce qui constitue une étape intermédiaire pouvant coûter plusieurs dizaines de minutes. Le POA court-circuite cette chaîne. Il doit être disponible dans tous les marchés EU.

AUTO-BORROWING — LA DÉTECTION EN TEMPS RÉEL

L'emprunt automatique de titres permet au CSD ou au custodian d'identifier en temps réel une position

courte sur une valeur et de déclencher automatiquement un emprunt auprès d'un pool de prêteurs préqualifiés, sans intervention manuelle. En T+2, un opérateur avait le temps de constater un fail probable la veille et d'organiser un emprunt. En T+1, cette détection et ce traitement doivent être instantanés et automatisés.

AUTO-COLLATÉRALISATION — LE FILET DE SÉCURITÉ SYSTÉMIQUE

L'auto-collatéralisation est le mécanisme par lequel la banque centrale de règlement, à savoir typiquement l'Eurosystème dans T2S, accorde un crédit intrajournalier automatique garanti par les titres en cours de règlement eux-mêmes. Le titre acheté sert de collatéral pour financer son propre achat jusqu'à ce que les espèces de l'acheteur arrivent. Ce mécanisme, déjà disponible dans T2S, deviendra un filet de sécurité systémique en T+1, notamment pour les pics de funding en début de cycle nocturne. Son activation suppose des accords juridiques et opérationnels préalables avec la banque centrale de règlement.

3.2 ÉVOLUTIONS DES INFRASTRUCTURES : CCPS, FORMATS ET FX

COMPRESSION DES PROCESSUS EOD DES CCPS

Les CCPs (LCH SA, Eurex Clearing, Euronext Clearing) doivent transmettre leurs fichiers EOD, à savoir les netting reports et les instructions de settlement, dans les 30 minutes suivant la clôture de leur dernière plateforme. Aujourd'hui ce processus peut prendre plusieurs heures, rendant les instructions CCP indisponibles pour le premier cycle T2S. Cette compression nécessite une refonte complète des systèmes de calcul de netting et de génération d'instructions.

STANDARDISATION DES FORMATS ET DES DONNÉES

L'hétérogénéité des formats d'instructions entre CSDs, custodians et agents de règlement est une cause majeure d'exceptions et de latences. Trois chantiers de standardisation sont lancés :

- Gold standard des instructions de settlement : un groupe de travail SMPG/SWIFT/CSDs doit définir un format unique adopté par tous les acteurs, éliminant les mismatches de PSET liés aux bases SSIs propriétaires souvent obsolètes ;
- Transaction type identifier : usage systématique du champ type de transaction pour distinguer cash trades et SFTs dans toutes les instructions, ce qui constitue un prérequis technique au batch de midi ;
- Messages ISO corporate events : adoption généralisée des messages seev.050 à seev.053 pour les market claims, laquelle est recommandée depuis 2018 mais toujours insuffisamment déployée.

FX : MÉCANISME PVP ET EXTENSION CLS

Pour les transactions en devises non-européennes, les opérations de change doivent être initiées plus tôt, soit potentiellement avant la confirmation définitive du trade sous-jacent. L'extension de CLS aux devises et participants non couverts est nécessaire, et le risque de settlement résiduel doit faire l'objet d'un monitoring continu. Par ailleurs, une harmonisation juridique des protections accordées aux agents de settlement en cas d'insolvabilité d'un client, protections qui varient fortement entre les 27 États membres, est recommandée par la Commission dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux.

3.3 L'AUTOMATISATION STP : DE L'OBJECTIF À L'EXIGENCE

Au-delà des mécanismes d'infrastructure, le passage à T+1 impose une refonte des modèles opérationnels. Le Straight-Through Processing (STP) ne peut plus être un objectif d'amélioration continue : il devient une exigence de conformité. Fax, emails et interventions téléphoniques doivent être éliminés de l'ensemble de la chaîne post-trade.

Les chantiers prioritaires transversaux incluent :

- L'automatisation des allocations post-trade dès la confirmation d'exécution, via des protocoles FIX ou des plateformes centralisées (SWIFT Accord, DTCC CTM, Harmony/MarkitSERV selon les segments);
- La mise en place de contrôles en temps réel sur la disponibilité des titres et des espèces avant l'envoi des instructions ;
- La refonte des workflows de gestion du collatéral pour intégrer les nouvelles contraintes de timing;
- L'interconnexion en temps réel avec les dépositaires et les CCPs pour réduire les délais de confirmation ;
- Le déploiement d'outils de monitoring des allègements et de forecasting dynamique intraday des positions et du cash.

3.4 FEUILLE DE ROUTE MÉTIER FRONT-TO-BACK

La transformation T+1 traverse l'ensemble de l'organisation d'un asset manager ou d'une banque d'investissement. Cette note adopte principalement le prisme de la gestion d'actifs et des fonctions middle/back-office associées. Les enjeux spécifiques aux acteurs sell-side, prime brokerage, gestion de la marge CCP, clearing operations, ont été abordés précédemment mais ne font pas l'objet de cette section. Pour chaque ligne métier, les milestones ci-dessous sont organisés en trois vagues : diagnostic fin 2025, transformation opérationnelle fin 2026, et validation en vue du go-live d'octobre 2027.

PORTFOLIO MANAGEMENT

Le portfolio manager est à l'origine de toute la chaîne post-trade. La contrainte principale est l'allocation intraday : aujourd'hui souvent réalisée le lendemain matin, elle doit être transmise avant 23h00 le Trade Date. Pour les desks multi-fonds gérant des dizaines de portefeuilles, cela requiert un redesign complet des workflows. La problématique securities lending s'ajoute : toute vente d'un titre prêté nécessite une notification immédiate au desk lending. Les fonds avec exposition APAC font face à un décalage horaire structurel laissant une fenêtre quasi nulle entre la réception des confirmations et la deadline d'allocation.

- Fin 2025 — Diagnostic : cartographie des fonds exposés à des titres APAC, inventaire du mismatch actif/passif par fonds, revue des accords de securities lending.
- Fin 2026 — Adaptation : règles d'allocation intraday J0, formation des gérants, protocole de notification immédiate au desk lending, décision sur les cycles de settlement des parts de fonds.
- Octobre 2027 — Validation : tests end-to-end, simulation de scénarios de stress (allocation tardive, recall échoué, fonds APAC), certification que 100 % des allocations sont transmises avant 23h00.

TRADING DESK

Le trading desk voit son rôle s'étendre bien au-delà de la qualité d'exécution vers une coordination post-trade active. Les give-ups vers le prime broker doivent être réalisés immédiatement après exécution, car les give-ups tardifs après 17h30 sont une cause de retard incompatible avec T+1. Sur le repo, la migration vers T+0 implique une gestion intraday de la liquidité cash fondamentalement redessinée. Le FX doit être initié plus tôt, parfois avant la confirmation définitive pour les positions APAC.

- Fin 2025 — Diagnostic : analyse de la part du book repo migrant vers T+0, cartographie des give-ups tardifs et de leurs causes.
- Fin 2026 — Adaptation : renégociation des accords de give-up avec les prime brokers, automatisation des give-ups dans l'OMS, formation des traders repo.
- Octobre 2027 — Validation : tests de give-up en temps réel, simulation du scénario de gridlock repo T+0, certification que 100 % des give-ups sont transmis avant 17h30.

MIDDLE OFFICE

Le middle office est la fonction la plus impactée de toute la chaîne. Il se trouve à l'intersection de tous les gating events critiques. La confirmation et le matching doivent passer d'une activité lendemain matin à un processus temps réel le soir même. Tous les mismatches doivent être identifiés et résolus le Trade Date en soirée. Les instructions de règlement doivent être générées automatiquement avec le bon PSAF/PSET. Le buyer protection et les market claims, qui restent aujourd'hui majoritairement manuels en Europe, doivent être entièrement automatisés.

- Fin 2025 — Diagnostic : audit complet des processus de confirmation, identification des flux non-STP, cartographie des 6 causes de retard, inventaire des SSIs obsolètes.
- Fin 2026 — Transformation : déploiement de la plateforme de confirmation électronique STP 100 %, élimination de tous les processus manuels, mise à jour de la base SSIs, déploiement des outils de monitoring allègements en temps réel, automatisation du buyer protection et des market claims.
- Octobre 2027 — Validation : tests end-to-end avec les principales contreparties, simulation d'exceptions en soirée, certification que 100 % des instructions sont transmises avant minuit.

SECURITIES FINANCING DESK

Le desk de securities financing est structurellement le plus touché en raison du lien mécanique entre T+1 cash et repos T+0, et de la compression des délais de recall. Les recalls doivent être déclenchés immédiatement à la notification de vente, avec un retour bouclé same-day. Sur le repo, la migration vers T+0 crée un risque de gridlock. La gestion du collatéral doit devenir temps réel, avec des libérations pro-rata automatiques dès que le RQV est satisfait par l'agent triparty.

- Fin 2025 — Diagnostic : inventaire du book de prêts (titres à risque de recall tardif), analyse des délais moyens par contrepartie emprunteuse, estimation de la part du repo migrant vers T+0.
- Fin 2026 — Transformation : automatisation des recalls via messagerie ISLA, formalisation des accords de libération pro-rata triparty, déploiement des outils RQV, procédures de retour same-day avec buffer de 2 heures.
- Octobre 2027 — Validation : tests de recall same-day avec les principales contreparties, simulation de scénario de gridlock repo, certification des délais de recall.

RISK MANAGEMENT

L'impact sur le Risk Management est moins visible opérationnellement mais structurellement important : il s'agit de recalibrer les outils de surveillance pour refléter le nouveau profil de risque du cycle T+1. Le risque opérationnel augmente pendant la transition. Les modèles de stress doivent intégrer le nouveau profil de cash intraday et le mismatch actif/passif des fonds. Le scénario de gridlock repo T+0 constitue un risque systémique potentiel nécessitant des plans de contingence dédiés. En contrepartie, la réduction du cycle diminue théoriquement l'exposition pre-settlement, un bénéfice à intégrer dans les modèles XVA.

- Fin 2025 — Diagnostic : gap analysis des modèles de risque existants, évaluation de la capacité de monitoring intraday vs EOD.
- Fin 2026 — Adaptation : mise à jour des modèles de stress test, déploiement d'outils de monitoring intraday des taux de fail, recalibration des limites d'escalade, intégration du scénario gridlock repo.
- Octobre 2027 — Validation : tests des indicateurs intraday sur données réelles, simulation des scénarios de stress T+1, certification des modèles.

FUND ACCOUNTING ET VALORISATION

Le fund accounting est impacté principalement par l'accélération du cycle de calcul NAV. Les NAV pricing delays ne peuvent plus être tolérés : la NAV doit être disponible suffisamment tôt pour permettre l'allocation avant 23h00. Le mismatch actif/passif génère un écart de liquidité structurel quotidien nécessitant overdrafts et lignes de crédit, avec risque de dépassement des limites UCITS de 10 % d'emprunt.

- Fin 2025 — Diagnostic : audit du cycle de calcul NAV (mesure des délais entre clôture marchés et publication), cartographie des fonds à risque de breach UCITS.
- Fin 2026 — Transformation : automatisation des feeds de prix et du moteur NAV (objectif : disponibilité avant 20h00), déploiement d'outils de forecasting dynamique intraday, monitoring UCITS en temps réel.
- Octobre 2027 — Validation : tests end-to-end du cycle NAV, simulation de scénarios de mismatch actif/passif, certification de disponibilité NAV avant 20h00.

ALM ET TRÉSORERIE

La trésorerie est impactée à travers la modification des profils de flux intraday et les besoins accrus de financement à court terme. Le profil de cash intraday change structurellement : les positions ne peuvent plus être gérées uniquement en fin de journée. Le recours aux overdrafts et lignes de crédit augmente mécaniquement, notamment pour les fonds dont le passif reste en T+3/T+4. Les opérations de change pour les positions APAC doivent être initiées plus tôt, parfois avant confirmation, ce qui crée un risque de change résiduel.

- Fin 2025 — Diagnostic : analyse du profil de flux intraday actuel, quantification du recours supplémentaire aux overdrafts, revue des accords FX (devises non couvertes par CLS).
- Fin 2026 — Adaptation : déploiement d'outils de gestion du cash intraday en temps réel, renégociation des lignes de crédit, mise en place des procédures FX anticipé, extension CLS si nécessaire.
- Octobre 2027 — Validation : tests de gestion du cash intraday, simulation de scénarios de stress liquidité, certification des outils de gestion intraday.

COMPLIANCE ET JURIDIQUE

La dimension contractuelle et réglementaire de la transition T+1 constitue un chantier à part entière, souvent sous-estimé dans les plans de transformation.

Les accords bilatéraux encadrant les transactions post-trade devront être révisés pour refléter le nouveau cycle. Les contrats cadre repo et prêt de titres contiennent des clauses sur les délais de recall et les procédures de défaut calibrées sur T+2, de sorte qu'en T+1, ces délais doivent être contractuellement réduits sous peine de contestation.

En sell-side, les accords de give-up entre brokers devront également intégrer les nouvelles exigences de transmission en temps réel.

Sur le plan réglementaire, les obligations de reporting des fails sous CSDR restent inchangées dans leur nature mais s'intensifient mécaniquement : une hausse transitoire des fails pendant la migration exposera les acteurs insuffisamment préparés à une visibilité réglementaire accrue. Les équipes compliance doivent anticiper leur communication avec les superviseurs nationaux, notamment dans les juridictions ayant identifié des spécificités locales à adresser avant octobre 2027.

MILESTONES OPÉRATIONNELS

- Fin 2025 — Inventaire des contrats à réviser et cartographie des clauses incompatibles avec T+1. Livrable : cartographie contractuelle par contrepartie.
- Fin 2026 — Renégociation des accords bilatéraux, alignement des procédures de défaut et de recall, revue des obligations déclaratives. Livrable : contrats mis à jour.
- Octobre 2027 — Certification de conformité contractuelle et plan de communication avec les superviseurs. Livrable : rapport de conformité pré go-live.

POINT DE VIGILANCE POUR LES DIRECTIONS DES OPÉRATIONS

Les acteurs qui retardent leurs chantiers d'automatisation au-delà de mi-2026 s'exposent à des taux de settlement fails structurellement élevés, des pénalités CSDR récurrentes et une dégradation de leur positionnement concurrentiel vis-à-vis des contreparties les plus avancées. T+1 ne se pilote pas à la réglementation mais à l'économie des fails.

CONCLUSION

Le passage à T+1 est une transformation à trois couches interdépendantes qui doivent avancer de concert. La couche infrastructure, à savoir T2S, les CCPs, les CSDs et les formats standardisés, constitue les enablers systémiques sans lesquels aucun participant ne peut se conformer, quelle que soit la qualité de ses propres processus. La couche processus impose une refonte front-to-back avec tolérance zéro aux interventions manuelles. La couche organisation requiert une nouvelle culture opérationnelle où la fenêtre de correction du lendemain matin n'existe plus.

Une préparation insuffisante expose les acteurs à trois catégories de risques. À court terme, l'activation des cash penalties CSDR en cas de hausse des fails, même si un mécanisme de suspension temporaire existe. À moyen terme, un risque systémique lié au gridlock repo T+0 si aucune solution de batch de midi n'est mise en place avant octobre 2027. À long terme, un risque de compétitivité des marchés européens si l'efficacité de settlement se dégrade par rapport aux standards américains déjà en T+1 depuis mai 2024, et en anticipation d'un alignement simultané avec le Royaume-Uni et la Suisse à la même date d'octobre 2027.

L'expérience de la transition américaine de mai 2024 offre toutefois un point de comparaison rassurant. Selon le rapport conjoint T+1 After Action Report publié par DTCC, SIFMA et l'ICI en septembre 2024, les taux de fails sont restés stables après la migration, autour de 2,1%, cohérents avec les niveaux observés en T+2, et la compression du cycle a permis une réduction de 23% du fonds de garantie de la chambre de compensation américaine, libérant près de 3 milliards de dollars de capital auparavant immobilisé. Cette expérience suggère que les risques identifiés pour la transition européenne sont gérables à condition que la préparation opérationnelle soit à la hauteur de l'enjeu.

Au-delà de la contrainte réglementaire, le T+1 représente une opportunité de refondre des processus post-trade restés largement manuels depuis des décennies. La transformation imposée, à savoir le STP intégral, la standardisation des formats et les fonctionnalités CSD universelles, constitue le socle technologique sur lequel s'appuieront les évolutions futures : T+0 instantané, intégration DLT/blockchain pour le settlement atomique, et personnalisation en temps réel de la gestion des fonds.

Face à l'ampleur de cette transformation, la question n'est plus de savoir si les acteurs doivent agir, mais comment structurer leur plan d'action dans un calendrier qui ne pardonne pas les retards.

COMMENT NEXIALOG PEUT SOUTENIR CETTE TRANSFORMATION ?

Nexialog Consulting accompagne depuis plusieurs années les sociétés de gestion et banques d'investissement dans leurs missions d'expertise métier, de transformation opérationnelle et de mise en conformité réglementaire.

Nos équipes combinent des profils complémentaires : experts métiers issus du front et du middle office, spécialistes des infrastructures de marché et des systèmes de settlement, consultants réglementaires maîtrisant les évolutions CSDR, UCITS et SFTR, et profils techniques expérimentés sur les grands chantiers d'automatisation et d'intégration de systèmes. Cette diversité nous permet d'intervenir de façon cohérente sur l'ensemble du spectre T+1.

Nous intervenons sur quatre axes : diagnostic d'impact et gap analysis des processus existants, définition et pilotage de la roadmap de transformation par métier, accompagnement opérationnel sur la refonte des workflows et l'automatisation, et programmes de formation sur mesure des équipes.

Si vous souhaitez évaluer votre niveau de préparation ou structurer votre plan d'action, nous sommes à votre disposition.

GLOSSAIRE DES ACRONYMES

ALM : Asset-Liability Management — gestion actif-passif, pilotage des flux de trésorerie et de la liquidité

C1S4 : Premier cycle de settlement nocturne de T2S (Night-Time Settlement), démarrant à minuit le Settlement Date

CCP : Central Counterparty — chambre de compensation qui s'interpose entre acheteur et vendeur pour garantir le règlement

CLS : Continuous Linked Settlement — système de règlement PvP pour les transactions de change

CSD : Central Securities Depository — dépositaire central de titres, conserve les titres et assure le règlement-livraison

CSDR : Central Securities Depositories Regulation — règlement européen encadrant les CSDs et le cycle de settlement

CTM : Central Trade Matching — plateforme de matching des confirmations (ex. DTCC CTM anciennement Omgeo CTM)

DvP : Delivery versus Payment — règlement-livraison simultané des titres et du cash

EEE : Espace Économique Européen

EOD : End of Day — processus de fin de journée d'une CCP (calcul du netting, génération des instructions)

ERCC : European Repo and Collateral Council — conseil européen du marché repo et du collatéral (ICMA)

ESMA : European Securities and Markets Authority — autorité européenne des marchés financiers

ETF / ETP : Exchange-Traded Fund / Product — fonds ou produit indiciel coté en bourse

FoP : Free of Payment — transfert de titres sans mouvement de cash simultané

FX : Foreign Exchange — marché des changes, opérations de conversion entre devises

ICSD : International Central Securities Depository — dépositaire central international (Euroclear Bank, Clearstream Luxembourg)

ISLA : International Securities Lending Association — association professionnelle du prêt de titres

NAV / VNI : Net Asset Value / Valeur Nette d'Inventaire — valeur liquidative d'un fonds, calculée quotidiennement

NTS : Night-Time Settlement — cycles de settlement nocturnes de T2S (C1S4 à minuit, C2S4 vers 2h00)

OMS : Order Management System — système de gestion des ordres, de la décision d'investissement à l'exécution

OTC : Over-The-Counter — transaction négociée de gré à gré, hors plateforme de négociation

POA : Power of Attorney — procuration permettant à une CCP d'instruire directement au CSD pour le compte d'un Clearing Member

PSAF / PSET : Place of Safekeeping / Place of Settlement — lieu de conservation et de règlement des titres

PvP : Payment versus Payment — mécanisme de règlement simultané des deux jambes d'une transaction de change, éliminant le risque Herstatt

RQV : Required Value — valeur de collatéral requise dans une opération triparty, calculée en temps réel

RTS : Real-Time Settlement — phase de settlement en temps réel de T2S, après les cycles NTS nocturnes

SFT : Securities Financing Transaction — transaction de financement sur titres (repo, prêt de titres)

SSI : Standard Settlement Instruction — instruction de settlement standard d'une contrepartie

STP : Straight-Through Processing — traitement automatisé de bout en bout sans intervention humaine

T2S : TARGET2-Securities — plateforme centralisée de settlement des titres en Europe, opérée par la BCE

UCITS : Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities — directive européenne encadrant les fonds grand public

XVA : X-Value Adjustment — ajustements de valorisation des dérivés intégrant les risques de contrepartie et de financement



NEXIALOG
CONSULTING