

T2S : après la migration du marché français

En partenariat avec



Sommaire

Présentation

Alain POCHET

Vice-président de l'AFTI

1

T2S : point de vue de la Banque de France

Denis BEAU

Directeur général, Direction générale de la Stabilité financière et des Opérations, Banque de France

3

ESES/T2S : migration et perspectives

Brigitte DAURELLE

Directeur général, Euroclear - ESES

5

Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

Table ronde animée par

Éric de NEXON

Vice-président, AFTI

7

Participants :

Philippe BELLANDE

Managing Director, Global Head of Clearing & Settlement, Société Générale Securities Services (SGSS)

Michel DEGRYSE

Senior officer, Division Infrastructures de marché, Autorité des marchés financiers (AMF)

Daniel PASCAUD

Head of Custody, CACEIS

Pierre-Dominique RENARD

Executive Director, Chief of Staff, LCH. SA

Éric ROUSSEL

Head of Clearing and Custody Solutions, BNP Paribas Securities Services - BPSS

Conclusion

Marc BAYLE de JESSÉ

Directeur général, Infrastructures de marché et des paiements, Banque centrale européenne (BCE)

14

Présentation

Alain Pochet

Vice-président de l'AFTI

Cet Amphi de l'AFTI est consacré à un événement majeur pour la Place de Paris, à savoir la migration réussie du marché français à TARGET2-Securities (T2S). Nous ne devons pas oublier qu'avec Euroclear, ce sont trois marchés qui ont migré (le marché belge des actions, le marché hollandais et le marché français) augmentant considérablement les volumes traités sur la plateforme T2S. Les volumes traités atteignent aujourd'hui près de 40 % du volume attendu après la migration de l'ensemble des marchés. C'est aussi l'ensemble des instruments financiers (produits de taux, actions et fonds) qui sont maintenant traités sur la plateforme T2S.

Les plus anciens d'entre nous ont connu les premières réunions à Francfort en 2006 au cours desquelles ceux-là mêmes qui se plaignaient de la fragmentation des marchés et des coûts élevés de règlement/livraison transfrontière depuis des années, remettaient en cause la pertinence d'un tel projet mais aussi doutaient de la capacité de l'Eurosystème à le réaliser alors même qu'il venait de mettre en œuvre avec succès la plateforme TARGET2 pour le traitement des paiements en euro. En outre, un certain nombre d'entre eux dénonçaient le coût du projet en oubliant les investissements considérables que chacun des marchés avait à financer tous les cinq ans pour renouveler des plateformes devenues obsolètes. Le marché français, et plus généralement, les marchés de la zone Euronext, ont été de véritables moteurs dès le début pour faire en sorte que ce projet voie le jour.

Je crois que nous pouvons nous féliciter de voir que l'Eurosystème a réussi à mener à bien un projet dont tout le monde reconnaît aujourd'hui l'intérêt en matière de consolidation, d'harmonisation, de réduction des risques et bien sûr de réduction des coûts.

Je ne vais pas vous révéler un secret mais lorsqu'Euroclear a annoncé qu'il ne serait pas prêt en mars 2016 comme prévu, cela a provoqué de vives réactions de la part de certains acteurs dont quelques-uns n'étaient pas si mécontents de pouvoir bénéficier, eux aussi, d'un report de quelques mois. Et même si ce report a causé de réels problèmes à l'Eurosystème lorsqu'il a fallu réorganiser l'ensemble du planning de migration des autres vagues, il s'est avéré qu'il s'agissait d'une sage décision qui a permis à Euroclear de migrer dans des conditions optimales de sécurité.

Je voudrais également souligner la qualité de préparation de l'ensemble des établissements concernés par ce projet.

Présentation

Je voudrais enfin remercier Vincent Bonnier qui a été le directeur du projet T2S pour les quatre banques centrales (dites les 4CB) pendant de longues années et qui est donc pour beaucoup dans le succès de ce projet, ô combien difficile, tant pour des raisons politiques à l'origine que pour des raisons techniques par la suite.

Les prochaines étapes sont, premièrement en février 2017, la migration de la vague 4 avec, entre autres, l'Allemagne qui est un marché important en volume, et ensuite en septembre 2017, celle de la dernière vague avec la Finlande pour le groupe Euroclear mais aussi l'Espagne, à laquelle il faudra porter une attention particulière.

Quelles pourraient être les futures évolutions ?

Il est important de rappeler que la plateforme T2S autorise également le dénouement dans des devises autres que l'euro. Ainsi, il n'est pas exclu d'envisager que d'autres marchés en Europe (mais pas seulement) souhaitent rejoindre T2S plutôt que d'investir dans une nouvelle plateforme au moment où ils seront confrontés à l'obsolescence de leur infrastructure actuelle. Cela nécessite certes un cadre juridique approprié, mais rien d'insurmontable. Un rapprochement des plateformes TARGET2 et TARGET2-Securities (T2S) permettrait d'améliorer l'efficacité économique, technique et opérationnelle, tout en facilitant les capacités

d'investir dans les nouvelles technologies. L'amélioration de la gestion du collatéral avec la mise en place d'un service permettant d'optimiser le collatéral apporterait beaucoup d'efficacité. En conclusion, même si l'Europe est souvent critiquée, nous pouvons nous enorgueillir de son efficacité en matière d'infrastructures, que ce soit dans le monde des paiements (TARGET2) ou des autres produits financiers (T2S). ■

T2S: point de vue de la Banque de France

Denis Beau

Directeur général,

DIRECTION GÉNÉRALE DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET DES OPÉRATIONS, BANQUE DE FRANCE

Le succès de la migration de la Vague 3 permet déjà de considérer TARGET2-Securities (T2S) comme faisant partie de l'environnement naturel du règlement/livraison en Europe. Ce succès est le résultat des efforts intenses qui ont été déployés en amont de la migration aussi bien par les établissements que par les gestionnaires des infrastructures, au premier chef desquels se trouvent Euroclear et la Banque de France dont les équipes ont été fortement mobilisées. Il faut également souligner les efforts réalisés en aval de la migration avec là aussi une mobilisation de l'ensemble des parties prenantes qui ont commencé à adapter leur comportement aux nouvelles fonctionnalités de T2S. C'est un élément important pour consolider le succès de cette migration.

Si le 12 septembre a été un moment critique pour la Place de Paris, cette migration, de par son ampleur, est aussi un jalon majeur du programme T2S qui a permis de montrer la capacité de T2S d'absorber un doublement des volumes traités par la plateforme. Il a aussi prouvé la robustesse des choix qui ont été effectués pour aboutir à une intégration harmonieuse de douze dépositaires centraux (CSD) qui, avec plus de 400 000 instructions pour un montant total excédant 500 milliards d'euros, traitent aujourd'hui 45 % du volume attendu en nombre d'instructions.

Ce jalon majeur franchi, il apparaît nécessaire de revenir sur les ambitions, les leviers et les effets attendus de T2S pour dresser un bilan provisoire de la mise en œuvre de ce projet et de parcourir le champ des défis qui restent à relever.

Concernant les ambitions, une ambition majeure est désormais en voie d'être atteinte. Il s'agit de la contribution à la construction d'un marché unifié du règlement/livraison de titres au sein de l'Union européenne qui constitue une étape nécessaire et concrète à l'unification des marchés de capitaux européens.

De nombreuses fonctionnalités de T2S concourent à faire dès à présent de cette ambition une réalité qui sera d'autant plus visible et forte que la migration à T2S se rapprochera de

son terme. T2S permet notamment d'optimiser la gestion de trésorerie associée aux transactions sur titres en ouvrant la possibilité d'opérer le règlement de ces transactions depuis un unique compte espèces qui est tenu dans une des banques centrales de l'Eurosystème. Les titres circulent également sans plus se soucier, si l'on peut dire, de frontières intra-européennes en utilisant la messagerie standardisée ISO20022 plutôt qu'en recourant à de multiples types de messagerie non harmonisés.

En outre, et c'est aussi un élément important, la réalisation de T2S a créé un *momentum* favorable à l'approfondissement et à l'amplification des efforts d'harmonisation opérationnelle ou juridique d'autres processus concernant les titres. On pense notamment aux travaux importants qui ont été accomplis sur les opérations sur titres (OST) ou sur le passage à J+2 du délai de règlement/livraison. À l'issue de l'ensemble des phases de migration, les échanges transfrontaliers pourront ainsi s'effectuer de façon fluide à travers vingt et un pays en Europe.

Concernant les leviers que T2S a mobilisés pour se donner les moyens de ses ambitions, le choix du recours au modèle dit « intégré » a été structurant. Ce modèle s'est révélé efficace et largement à la hauteur des attentes. Nous avons, en la matière, un bon point de référence avec la mise en œuvre de ce dernier dans le monde ESES en étroite coordination avec la Banque de France mais aussi la BNB (Banque nationale de Belgique) et la DNB (De Nederlandsche Bank) qui avait prouvé son efficacité opérationnelle et sa robustesse face au modèle dit « interfacé ».

Ce précédent explique que les équipes de la Banque de France responsables au sein des 4CB (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France et Banca Italia) du moteur de règlement/livraison aient trouvé l'inspiration initiale dans les fonctionnalités d'ESES même si T2S s'en démarque par plusieurs caractéristiques.

Le règlement brut est la plus importante de ces différences. Sans entrer dans les détails

techniques, nous pouvons rappeler que, de façon traditionnelle, le règlement/livraison de titres s'organise en deux grandes périodes pour chaque journée comptable : une période de règlement de nuit pendant laquelle se traite massivement le stock d'instructions arrivé au tout début de la période comptable et une période de règlement de jour au cours de laquelle sont traitées en temps réel et au fil de l'eau les nouvelles instructions qui viennent s'ajouter aux instructions non réglées durant la nuit. Dans ce cadre et ainsi que le spécifient explicitement les *User Requirements*, chaque instruction entrant dans T2S en cours de journée est soumise après validation et appariement à une tentative de règlement brut individuel. C'est seulement en cas d'échec de cette tentative que sont mis en œuvre les mécanismes de recyclage ce qui permet d'assurer un délai minimal pour le règlement des instructions lorsque les ressources nécessaires sont disponibles tout en bénéficiant des mécanismes d'optimisation du règlement déclenchés par le recyclage. L'efficacité des mécanismes d'optimisation en cours de journée bénéficie bien entendu, en premier lieu, des performances du moteur de règlement pendant les traitements de nuit. Ces algorithmes sophistiqués auxquels les équipes de la Banque de France ont particulièrement travaillé reposant sur des techniques d'optimisation les plus avancées, permettent de s'assurer que la très grande majorité des instructions envoyée à T2S en amont de la journée comptable est réglée avant le démarrage de la période de temps réel.

L'expérience des premières vagues de migration permet de constater que pour les premiers acteurs ayant stabilisé leur activité dans T2S, le taux de règlement en valeur au cours de la nuit est d'environ 80 % ce qui est proche de ce qui avait été envisagé au début du projet allégeant ainsi la charge des opérations de jour.

Toutefois, après la Vague 3 comme après les précédentes, on a pu observer sans surprise un léger recul de l'efficacité du règlement à la suite de l'intégration des nouveaux participants ainsi qu'un fonctionnement de l'outil de consul-

T2S: point de vue de la Banque de France

tation, le GUI T2S (*Graphical User Interface*), qui n'est pas encore totalement satisfaisant.

Il ne fait aucun doute, comme ce fut le cas lors des migrations précédentes, que ce démarrage s'accompagnera d'une adaptation des pratiques du marché. Il s'agit pour les acteurs de se former aux nouveaux outils de gestion de liquidité et notamment à l'autocollatéralisation. Elle est maintenant ouverte à l'échelle européenne et permet une optimisation des pools de collatéral à l'échelle des liens ouverts entre les dépositaires centraux (CSD).

Par ailleurs, T2S est une plateforme qui a montré sa capacité à s'ajuster et à évoluer y compris depuis le début de son lancement. La Banque centrale européenne (BCE) et les 4CB travaillent activement avec Euroclear afin de définir les mesures permettant de renforcer encore l'efficacité du règlement dans T2S.

Concernant les effets positifs attendus de la mise en œuvre de T2S, une dimension importante de ces attentes était la diminution du coût du règlement/livraison transfrontière pour le ramener au même niveau que celui du règlement/livraison national. Nous pouvons dire que T2S a bien répondu à cette attente puisque le coût d'une opération est de 0,15 euro que l'opération soit nationale ou transfrontière. Le bilan que nous pouvons tirer et que tire également la Banque de France du déploiement de T2S après la migration de la troisième vague est très encourageant et à vocation, à n'en pas douter, à se renforcer au fil des migrations à venir qui demeurent néanmoins des challenges opérationnels importants.

Mais au-delà de ces migrations d'autres défis sont également à relever.

L'un d'entre eux est de mettre en place à court terme des liens directs entre les dépositaires centraux (CSD) afin de rendre pleinement opérante la fluidité de circulation transfrontière des titres. Il s'agit ensuite, à moyen terme, d'améliorer encore la qualité des infrastructures de post-marché. L'Eurosystème et les 4CB ont d'ores et déjà engagé une réflexion sur ce sujet avec le programme *Eurosystème's Vision 2020*. Ce programme est constitué de trois projets: un projet de consolidation technique des plateformes TARGET2 et TARGET2-Securities (T2S),

un projet de développement d'une plateforme unique et commune aux banques centrales de l'Eurosystème pour la gestion du collatéral dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire afin d'harmoniser les processus de mobilisation de ce collatéral auprès de l'Eurosystème et un projet d'adaptation de TARGET2 au règlement des paiements instantanés dans un premier temps et ensuite, le cas échéant, de développement d'une plateforme dédiée pour le règlement brut en temps réel de ces paiements instantanés. Sur ces trois projets, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) vient de valider le lancement des phases d'investigations.

Concernant l'ambition évoquée de T2S de contribuer à un marché unifié des capitaux européens, il convient de s'interroger sur les incidences du Brexit sur le bon fonctionnement des titres de l'Union européenne. Les deux vagues successives de migration à T2S, celle de Monte Titoli puis celle d'Euroclear, ont illustré – si besoin en était – le rôle stratégique et déterminant de la chambre de compensation (CCP) dans le bon fonctionnement d'un système de règlement/livraison. Ce qui est vrai pour T2S l'est tout autant pour la stabilité financière. Du fait de leur positionnement au cœur des circuits de financement de la zone euro, les CCP sont susceptibles de transmettre au sein du système financier et à l'économie réelle des chocs à portée systémique en cas de dysfonctionnement. Les CCP qui compensent les transactions en euro sont donc des acteurs critiques pour la stabilité financière ainsi que pour la conduite de la politique monétaire et sont au cœur du mandat de l'Eurosystème. Aujourd'hui force est de constater qu'une part importante de l'activité de compensation sur les marchés financiers en euro est réalisée dans des CCP qui sont établies à Londres. Une CCP établie en dehors de la zone euro et a fortiori de l'Union européenne traitant de l'euro qui n'est pas supervisée à titre principal par un ou plusieurs superviseurs appartenant à la zone euro, est susceptible de prendre des mesures qui peuvent être contraires aux intérêts de la zone euro avec des impacts potentiellement systémiques sur cette zone sans que les autorités de cette zone ne puissent intervenir. Cette considération n'est pas théorique. La zone euro en a fait l'expérience au moment de la crise de la dette souveraine de certains pays de la zone

à la fin 2011 puis au printemps 2012 quand les décisions procycliques de hausse de marge initiale ont été mises en œuvre par une CCP britannique sans consultation préalable avec l'Eurosystème pourtant en charge de la stabilité financière de la zone. La perspective d'un renouvellement de ce type de situation est d'autant moins souhaitable qu'avec le Brexit, les divergences d'intérêts vont s'accroître entre la Place de Londres et la zone euro en sortant les CCP britanniques du cadre réglementaire européen. Dans ce contexte à haut risque, il est clairement souhaitable et très largement attendu des acteurs que la compensation des instruments financiers libellés en euro actuellement réalisée à Londres, migre vers des CCP localisées dans la zone euro ou à tout le moins au sein de l'Union européenne. Dans cette perspective, la Place de Paris offre un écosystème complet avec des infrastructures permettant de traiter de manière efficace et sécurisée l'ensemble des transactions de la négociation au règlement/livraison en passant par la compensation. Il est important que les acteurs de la Place – les gestionnaires d'infrastructures mais également leurs participants – se mobilisent pour favoriser ce mouvement de rapatriement de la compensation des instruments financiers libellés en euro et fassent en sorte que la Place de Paris se développe comme une des Places majeures de la compensation en Europe. ■

ESES/T2S : migration et perspectives

Brigitte Daurelle

Directeur général,

EUROCLEAR - ESES

Cet Amphi de l'AFTI se tient un mois jour pour jour après le premier lundi de production dans un environnement TARGET2-Securities (T2S). Un mois, cela peut paraître court, compte tenu de la nature d'un tel projet, dont la genèse remonte à 2006, mais c'est certainement suffisant pour pouvoir dire avec confiance que la migration des dépositaires centraux (CSD) de la Vague 3 a été une migration réussie. C'est aussi juste le temps nécessaire pour faire retomber la tension qui accompagne ce type d'évènement, prendre du recul sur ce qui a été réussi collectivement et ce qui reste à faire mais aussi porter un regard critique sur la situation dans laquelle nous nous trouvons aujourd'hui.

Bien sûr, beaucoup de choses ont changé depuis 2006 mais ce qui n'a pas changé durant toutes ces années, c'est la constance et la détermination sans faille de la Banque centrale européenne (BCE) qu'il faut féliciter pour avoir fait en sorte que ce projet devienne une réalité.

Une étape importante

S'il faut saluer l'audace des dépositaires centraux qui ont été les premiers à migrer en juin 2015 puis en août 2015, force est de constater qu'avant la migration des trois dépositaires de la zone ESES, les volumes traités sur la plateforme T2S étaient encore relativement limités. Ce n'est qu'avec l'arrivée des volumes des trois marchés ESES que T2S est devenue une réalité irréversible. En effet, les trois marchés ESES représentent à eux seuls près de 30 % des obligations d'État et 40 % des autres catégories d'instruments financiers du volume attendu après la migration de l'ensemble des marchés. Les trois marchés ESES ont également apporté une diversification importante des classes d'actifs traitées sur la plateforme T2S.

Un point important du succès de la migration T2S est le niveau intense de coopération entre l'ensemble des acteurs concernés par ce projet. La qualité de cette coopération a permis de faire en sorte que tous les acteurs, y compris les établissements les plus petits, soient prêts à migrer dans des conditions optimales de confiance, le jour dit.

Pour cela, de nombreux *Technical Implementation Committees* ont été organisés dans la langue de chacun des trois marchés ESES. Euroclear a également mis en place avec la Banque de France une structure de communication adéquate pour permettre aux acteurs des métiers titres et cash de se préparer ensemble à la migration à T2S. Il faut enfin souligner le rôle important du groupe des pilotes, et notamment au moment où il a fallu redéfinir le périmètre des fonctionnalités à livrer pour sécuriser la mise en œuvre du projet. Cette qualité de communication tout au long de la phase de préparation a été maintenue non seulement pendant le week-end de migration avec l'organisation de vingt-huit conférences téléphoniques et l'envoi de quarante-six rapports d'étapes par messagerie électronique correspondant à quelque 155 000 e-mails individuels, mais aussi après la migration avec des conférences téléphoniques quotidiennes avec l'ensemble des clients.

Encore une fois, cette qualité de coopération et de communication qui avait déjà fait ses preuves à plusieurs reprises dans le passé est un des atouts majeurs de la Place de Paris. Il est assez rare de voir une Place aussi rigoureuse, organisée et disciplinée. Dans un environnement stratégique tel que nous le connaissons aujourd'hui, cela fait partie des outils et des atouts sur lesquels nous devons capitaliser.

Une migration réussie

Outre les trois dépositaires centraux de la zone ESES, le dépositaire central danois *VP securities* (dont les équipes ont passé beaucoup de temps à attendre compte tenu des volumes respectifs) a fait également partie des dépositaires qui ont migré le week-end des 10 et 11 septembre 2016.

Le vendredi 9 septembre 2016, nous avons terminé la journée comptable plus tôt conformément au planning de migration annoncé. Il s'agissait de clôturer « proprement » la journée comptable ESES avant de démarrer la migration technique aux alentours de 20h30. Certains processus ont duré plus longtemps que prévu

entraînant un peu de retard dans la nuit de vendredi à samedi.

Nous nous sommes fait une belle frayeur, le samedi vers 14h30, lorsqu'en raison d'un paramètre mal configuré, les soldes de titres d'ESES ont commencé à être transmis en mode message et non en transfert de fichiers. Les choses se sont bien passées et près de 344 000 soldes titres ont finalement pu être migrés avec succès. Le faible nombre de rejets a permis de rattraper le retard sur la période de réconciliation. Plus de 120 000 *instructions pending* ont été migrées et seulement sept d'entre elles ont été rejetées. 24 529 nouvelles instructions ont ensuite été saisies dans le système par les clients avec un seul rejet.

Le samedi, aux environs de 17h15, un collaborateur d'Euroclear a prononcé une petite phrase au premier abord anodine (« Ça commence à ressembler à quelque chose ») mais qui marquait l'aboutissement de quatre années d'efforts intenses pour les équipes d'Euroclear et pour l'ensemble du marché. Finalement le « point de non-retour » a été donné le dimanche matin à 10 heures.

Réussir la migration était une chose, encore fallait-il que le système fonctionne à partir du lundi matin. Et il a fonctionné avec un niveau de stabilité qui a même surpris les équipes d'Euroclear, lesquelles s'étaient préparées à faire face à des dysfonctionnements plus importants. Certaines anomalies des premiers jours ont été corrigées au fil de l'eau.

Aujourd'hui, avec un mois de recul, nous pouvons dire que l'environnement de production est réellement stable, même s'il reste encore quelques petits dysfonctionnements, notamment sur les *market claims*, sur lesquels les équipes d'Euroclear continuent à travailler.

Depuis l'arrivée des volumes des trois marchés ESES, nous observons de trop nombreux décalages entre la fin de journée comptable et la réouverture de la journée comptable suivante pour la période de dénouement de

ESES/T2S : migration et perspectives

nuit. Euroclear travaille avec la Banque centrale européenne (BCE) et les 4CB pour mettre ce processus sous contrôle avant la migration de la Vague 4. Là encore, il s'agit d'un « point de réglage » qui ne remet pas en cause la stabilité de l'environnement de production.

En ce qui concerne l'efficacité de dénouement, nous observons des taux de suspens proches de ceux que l'on connaissait dans ESES pour les marchés belge et hollandais. Ce n'est pas le cas pour le marché français où nous observons des taux de suspens qui restent significativement plus importants que ceux que nous connaissons historiquement. Les équipes d'Euroclear travaillent avec le marché sur ce point. Plusieurs causes possibles sont examinées. Tout d'abord, deux anomalies ont été trouvées dans l'algorithme de dénouement de T2S et sont en cours de correction. L'une concerne le traitement des *back-to-back transactions* et l'autre, le *partialing*. Des correctifs qui apporteront un surplus d'efficacité de dénouement devraient être livrés en décembre. Néanmoins, il est nécessaire de s'interroger de façon plus structurelle sur la raison de cette moindre efficacité de dénouement sur le marché français. Rappelons-nous que le marché français est un gros marché valeur jour. Ce n'est pas forcément le cas des autres marchés qui ont déjà migré. Or, l'algorithme de dénouement de T2S a été conçu pour une efficacité optimale du dénouement pendant la période de nuit et pour un dénouement brut en temps réel pendant la période de jour. Par rapport à la façon dont ESES fonctionnait, il y a là une différence importante à laquelle le marché français va devoir s'adapter.

Des améliorations souhaitées

Il faut tout d'abord améliorer les performances opérationnelles. Aux deux points précédents que sont l'efficacité de dénouement notamment pour le marché français et le décalage entre la fin de journée comptable et la réouverture de la journée comptable suivante pour la période de dénouement de nuit, il faut ajouter l'outil de consultation, le GUI T2S (*Graphical User Interface*), dont les temps de réponses ne sont pas acceptables pour un système en production.

Par ailleurs, il sera nécessaire de s'attacher à réduire les coûts de fonctionnement sup-

portés par l'industrie. Un premier focus doit être fait sur les coûts de communication entre la plateforme T2S et les utilisateurs que sont les dépositaires centraux ou les participants DCP (*Directly Connected Party*). La plateforme T2S est « bavarde » et, par conséquent, les échanges sont nombreux ce qui génère des coûts de communication, notamment des coûts SWIFT, élevés. Certes, grâce à T2S, le tarif du règlement/livraison transfrontière est devenu équivalent à celui du règlement/livraison domestique. Cependant les volumes de règlement/livraison transfrontières restent à ce stade très marginaux et le paradoxe est qu'aujourd'hui, le prix payé par les utilisateurs pour une instruction de règlement/livraison domestique est supérieur à celui payé avant la migration, si nous cumulons l'ensemble des coûts (T2S, Euroclear, SWIFT...). Cette situation est un problème de l'industrie sur lequel nous devons mener une réflexion collective afin de trouver des solutions.

Et dernier point, il faut poursuivre le processus d'harmonisation. T2S a déjà accéléré le processus d'harmonisation des pratiques de marché. Mais nous voyons encore trop de réflexes nationaux de la part de nombreux acteurs au niveau des associations professionnelles, des participants, voire parfois des régulateurs eux-mêmes. T2S doit continuer à agir comme un catalyseur en matière d'harmonisation des pratiques de marché.

Développements futurs

Un projet de l'ampleur de T2S a mobilisé l'essentiel des ressources d'Euroclear depuis plusieurs années. Nous sommes conscients qu'il reste encore beaucoup à faire pour répondre aux besoins en évolution constante du marché. Nous allons devoir livrer les fonctionnalités reportées et pour lesquelles nous sommes repassés en mode manuel depuis la migration. Nous devons également mettre en place des liens directs entre la plateforme ESES et les autres dépositaires centraux des principaux marchés de la zone euro : Monte Titoli en Italie avec lequel nous avons encore un lien indirect, CBF en l'Allemagne pour la Vague 4 et Iberclear en Espagne pour la Vague 5.

Le règlement européen sur les dépositaires cen-

traux (CSDR) va imposer un certain nombre de développements informatiques, notamment en matière de discipline de marché.

La mise en œuvre des standards européens en matière d'opérations sur titres (OST) est un projet attendu depuis longtemps qui a dû être reporté à plusieurs reprises. La mise en production des traitements relatifs aux opérations sur titres conditionnelles est prévue pour mars 2018.

Comme pour tous les établissements financiers, nous consacrons aujourd'hui une part importante de notre roadmap à la cyber-sécurité. Ces investissements sont hélas appelés à durer. Nous continuons à travailler sur l'optimisation de la gestion du collatéral et nous réfléchissons notamment à l'élargissement du périmètre des classes d'actifs dans Euro GC Plus, projet lancé en partenariat avec la Banque de France et LCH.SA.

Enfin, nous nous intéressons de près aux nouvelles technologies parmi lesquelles la blockchain et avons d'ores et déjà identifié plusieurs opportunités dans ce domaine.

Au moment où la mise en œuvre de la plateforme T2S et du règlement européen sur les dépositaires centraux (CSDR) pose de nouveaux défis et ouvre la compétition dans le monde du post-marché, au moment où les grandes manœuvres reprennent sur fond de consolidations potentielles et de Brexit, la Place de Paris, dynamique et attractive, doit continuer à jouer collectif pour optimiser son positionnement stratégique. Il y a un enjeu important autour des chambres de compensation mais aussi plus largement autour des infrastructures de marché qui constituent la colonne vertébrale d'un marché financier. Dans la bataille amicale mais sans merci entre la France et l'Allemagne dans ce nouveau paysage concurrentiel, la Place de Paris, à n'en pas douter, a des atouts à faire valoir, atouts qu'il convient de soutenir et de renforcer avec cohérence et détermination. ■

Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

Table ronde animée par

Éric de Nexon

Vice-président, AFTI

Avec

Philippe Bellande

Managing Director, GLOBAL HEAD OF CLEARING & SETTLEMENT, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES (SGSS)

Michel Degryse

Senior officer, DIVISION INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ, AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF)

Daniel Pascaud

Head of Custody, CACEIS

Pierre-Dominique Renard

Executive Director, Chief of Staff, LCH. SA

Éric Roussel

Head of Clearing and Custody Solutions, BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES - BPSS

Éric de Nexon : Quand l'euro a été lancé en 1999, nous avons très rapidement considéré que nous pourrions créer un marché européen des capitaux totalement intégré. Le premier puis le second rapport Giovannini prévoyaient de lever les quinze barrières identifiées à l'émergence de ce marché européen des capitaux à l'horizon 2006. Selon une consultation lancée par le Forum européen du post-marché qui assiste la Commission européenne dans le cadre de ses travaux sur l'Union des marchés de capitaux (UMC ou CMU en anglais), tout le monde s'accorde à dire qu'aucune des barrières identifiées par les rapports Giovannini n'a été levée totalement ou même partiellement (pour celles qui relèvent de la responsabilité des autorités publiques, sur le plan légal et fiscal), mais aussi reconnaît que de nouvelles barrières ont fait leur apparition, barrières qu'il va falloir maintenant aussi lever.

Force est de constater que nous sommes encore très loin d'une intégration des marchés et d'une consolidation des infrastructures. Quinze ans après la publication du premier rapport, nous pouvons dire que la principale caractéristique de notre domaine d'activité est une très forte fragmentation. Il existe plus d'infrastructures aujourd'hui qu'à l'époque. Sur le site de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais), nous dénombrons 102 marchés organisés, 151 systèmes multilatéraux de négociation (MTF), 20 chambres de compensations (CCP), plus de 42 dépositaires centraux (CSD) et systèmes de règlement/livraison et 6

trade repositories (TRs) dont le nombre devrait augmenter avec le règlement européen sur les opérations de financement sur titres (SFTR).

Pour débiter cette table ronde, la première question s'adresse au seul intervenant n'ayant pas participé opérationnellement à la migration de cette troisième vague. Quelle appréciation porte l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur la préparation et le déroulement de cette migration d'une part et d'autre part sur le fonctionnement et la performance de la plateforme T2S ?

Michel Degryse : Je suis le seul intervenant autour de cette table à ne pas avoir pris part opérationnellement à cette migration puisque, en tant que représentant de l'Autorité des marchés financiers (AMF), mon rôle est plus celui d'un observateur vigilant. Ce rôle d'observateur me permet donc d'avoir un peu plus de recul que ceux qui ont vécu intimement cette migration, les premiers jours de production et sont encore aujourd'hui mobilisés, tandis que la page est presque tournée pour le régulateur.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a été très sensible au niveau intense de collaboration entre les différents acteurs qu'il s'agisse d'Euroclear et de ses clients mais aussi de l'Euro-système et les quatre banques centrales (dite les 4CB) qui ont développé le système. Elle se réjouit du succès de cette migration tout en soulignant l'importance d'un projet de Place à l'échelon européen qui renforce les infrastruc-

tures de marché dans un environnement de plus en plus concurrentiel.

On a beaucoup parlé de la migration et des premiers jours de production qui ont été un succès. Cependant, lorsque nous regardons à froid les choses après un mois de production, nous observons deux points particulièrement chers aux régulateurs.

Le premier est que l'efficacité du dénouement est moindre que celle observée auparavant. Il faut rappeler que le règlement européen sur les dépositaires centraux (CSDR) va entrer en vigueur et imposera des pénalités à tout défaut de règlement/livraison. Celles-ci seront mises en place vingt-quatre mois après la publication par la Commission européenne des *Regulatory Technical Standards* (RTS) de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais). Ces pénalités ont pour objectif de promouvoir l'efficacité du dénouement. Toutefois, ce ne sont pas tant les pénalités qui sont importantes pour le régulateur mais plutôt le fait d'avoir un système de dénouement qui fonctionne parfaitement et des contreparties qui n'attendent pas des titres ou des espèces désespérément.

Le second point est que la consommation de trésorerie est plus élevée qu'elle ne l'était auparavant. Dans un environnement de taux d'intérêt relativement bas, les coûts de financement à court terme ne préoccupent pas même si certains établissements voient leur facture

Table ronde - Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

s'alourdir. Cette consommation de trésorerie est toutefois un point important à prendre en compte dans la perspective d'une éventuelle remontée des taux à court terme – il ne s'agit pas ici de faire des prévisions pour l'avenir mais simplement d'envisager une hypothèse. Quoiqu'il en soit, moins un système consomme de trésorerie, moins les coûts sont élevés pour les établissements, aussi ce sujet doit-il être examiné.

Éric de Nexon : Un satisfecit de la part du régulateur avec plusieurs axes de progrès admis et reconnus par l'ensemble des intervenants aujourd'hui.

LCH est un acteur particulier compte tenu de son rôle de chambre de compensation avec un mode de fonctionnement spécifique au regard du règlement/livraison et de ses besoins particuliers en matière de gestion du collatéral. LCH a participé comme d'autres acteurs aux trois premières vagues de migration, il est donc intéressant de savoir comment cette courbe d'apprentissage a été vécue au travers de ces trois vagues, quelles sont les améliorations qui ont été constatées et quels sont les points d'attention aujourd'hui.

Pierre Dominique Renard : Je voudrais m'associer au concert de louanges adressé à l'ensemble des acteurs impliqués dans cette migration et en particulier Euroclear puisque nous avons finalement réussi à faire très facilement en deux jours ce que nous envisagions de faire en quatre jours durant le week-end de Pâques.

Pour ce qui concerne LCH. SA, nous avons déjà réalisé deux bascules auparavant mais c'était la première fois que nous faisons tourner nos deux moteurs de *clearing* en parallèle en migration. La première fois, c'était exclusivement le moteur de repo avec l'Italie qui avait basculé et la seconde, c'était le moteur equities même s'il s'agissait de *bonds* avec *National Bank of Belgium Securities Settlement Systems* (NBB-SSS). C'était donc la première fois que nous basculions nos deux moteurs et ce sans difficulté.

Par rapport à ce que nous évoquions concernant les lenteurs du GUI T2S (*Graphical User Interface*), j'ajouterais que le fait d'être participant DCP (*Directly Connected Party*) est un réel avantage parce que ceci permet d'avoir et de

traiter les informations en direct ce qui nous a permis de porter assistance à un certain nombre de nos clients, en particulier anglo-saxons, qui rencontraient quelques difficultés de rapprochement sur leurs positions et leurs suspens qui avaient migré en se fiant exclusivement aux résultats accessibles à partir du GUI T2S ou à ce que leur disait leur *settlement agent* alors que nous avions en temps réel des informations plus pertinentes.

Il est vrai que la plateforme T2S est sensiblement plus consommatrice de collatéral que ne l'était la plateforme ESES. C'est un fait et nous nous y étions préparés. Nous avons pour cela l'expérience de la première vague où nous avons été confrontés à quelques problèmes sur l'autocollatéralisation. Des solutions avaient été trouvées et mises en œuvre rapidement par la Banque centrale européenne (BCE) et les quatre banques centrales (dites les 4CB). Nous avons réclamé à l'époque deux cycles supplémentaires de règlement partiel dans la matinée pour renforcer l'efficacité du règlement en temps réel en donnant plus de visibilité aux trésoriers titres et aux trésoriers espèces sur les possibilités de dénouement en cours de journée.

J'aimerais porter un point d'attention supplémentaire que nous sommes en train de découvrir et qui concerne la substitution de titres ayant fait l'objet d'une autocollatéralisation. Ce point sera traité dans les groupes de travail conjoints avec la Banque centrale européenne (BCE), les 4CB et Euroclear pour qu'il soit adressé collectivement et résolu le plus rapidement possible.

Et enfin un dernier point concernant les taux de suspens qui ne sont pas encore redevenus ceux que nous connaissions auparavant. Une des causes est peut-être l'introduction d'un certain nombre de fonctionnalités ou de nouveaux mécanismes auxquels certains utilisateurs ne sont pas totalement habitués comme, par exemple, le mécanisme de blocage/déblocage (*hold and release*) utilisé aujourd'hui. De notre côté, nous avons limité le montant des pénalités sur suspens à titre transitoire jusqu'à la fin du mois d'octobre afin de permettre à la Place d'intégrer ces ajustements.

Nul ne doute que tous ces réglages seront effectués et que toutes ces améliorations seront apportées dans les prochaines semaines.

Éric de Nexon : Là aussi un satisfecit de la part de la chambre de compensation avec des points d'amélioration portant notamment sur la gestion de la liquidité et les taux de suspens avec un point important concernant le mécanisme de blocage/déblocage (*hold and release*) qui doit nous amener à réfléchir collectivement à la mise en place de meilleures pratiques de marché. En effet, certains établissements ont tendance à privilégier le blocage systématique ce qui ne favorise pas obligatoirement la fluidité des règlements/livraisons.

Maintenant, il est temps d'avoir l'éclairage des utilisateurs sur ces différents points et en particulier sur les taux de suspens qui restent supérieurs à ceux que nous connaissions auparavant dans ESES.

Éric Roussel : Je veux m'associer aux commentaires qui ont été faits sur le succès de cette migration, particulièrement eu égard à sa complexité, au nombre de marchés concernés et au nombre d'acteurs impliqués. Je n'apporterai pas de commentaire supplémentaire car tout a été dit sur ce succès.

Seul bémol, nous observons aujourd'hui une augmentation du taux de suspens sans qu'une explication complète n'ait été fournie. Certaines causes ont cependant déjà été évoquées. Une des causes, au moins partielle, de ce taux de suspens plus élevé est due au fait que la plateforme actuelle est plus gourmande en liquidité que la plateforme ancienne et que les mécanismes d'autocollatéralisation fonctionnent différemment dans l'environnement T2S qu'ils ne fonctionnaient dans l'environnement ESES.

Il faut regarder ce problème d'un point de vue global et comparer la situation actuelle par rapport à celle que nous connaissions auparavant. Une caractéristique fondamentale de la plateforme T2S, en tout cas pour BNP Paribas, est l'autocollatéralisation. T2S apporte une uniformisation intégrale des mécanismes d'autocollatéralisation entre tous les différents marchés, à la fois sur le flux et sur le stock. Or, il n'y a pas aujourd'hui d'autocollatéralisation possible, par exemple, avec l'Allemagne, un marché important en volume, qui n'a pas encore migré. Une autre caractéristique est la possibilité d'avoir un *Dedicated Cash Account* (DCA) unique pour l'ensemble des marchés,

Table ronde - Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

dont les bénéficiaires en matière de gestion des liquidités, de réaligement des comptes, etc. sont d'ores et déjà visibles aujourd'hui. Il se peut en effet qu'en France, cela ne fonctionne pas aussi bien qu'auparavant mais globalement, tous marchés confondus, le bénéfice apporté par la plateforme T2S est immense par rapport à la situation passée.

Plus concrètement, il reste à effectuer quelques réglages concernant l'algorithme de dénouement de T2S. Cela n'est pas étonnant quelques semaines après la migration car, encore une fois, il s'agit là d'un point extrêmement complexe techniquement et il ne fait aucun doute que des solutions seront trouvées.

L'amélioration des liens entre les dépositaires centraux (CSD) qui ne sont pas encore complètement opérationnels est également une priorité. Par exemple, pour nous BNP Paribas, ce sont des titres italiens qui donnent, en pratique, du pouvoir d'achat pour notre activité en Euroclear France. Parce que les liens entre le dépositaire français et le dépositaire italien (Monte Titoli) ne sont pas encore en place, il n'y a pas de possibilité d'utiliser à la fois des titres italiens et français.

Une dernière remarque : T2S a souvent été présenté comme permettant une compensation transfrontière c'est-à-dire que si, par exemple, on a besoin de 100 de liquidité pour dénouer son activité sur le marché italien et de 100 de liquidité pour son activité sur le marché français, on opère une compensation qui, *in fine*, ne nécessite pas 200 de liquidité pour dénouer son activité sur les deux marchés. Cela reste un peu théorique et toutes nos statistiques, en particulier depuis la migration de la dernière vague, montrent qu'en réalité, ceci ne fonctionne pas ainsi. Pourquoi ? Parce que le marché européen est déjà un marché intégré qui fonctionne comme un seul marché. Et, si nous prenons l'on prend comme première approximation que la liquidité dont on a besoin un jour donné est proportionnelle au volume des achats, nous observons qu'en pratique un investisseur qui, un jour donné, achète des titres sur le marché français, va également acheter des titres sur le marché allemand, sur le marché italien, etc. et donc, il ne peut y avoir de compensation entre liquidité longue et liquidité courte d'un pays à l'autre.

Éric de Nexon : Cet éclairage illustre bien les problématiques rencontrées avec un point très intéressant qui a été soulevé à propos de cet « obstacle structurel » à la mise en œuvre d'une compensation transfrontière. Du côté des utilisateurs, un point à rajouter ?

Philippe Bellande : La migration de la Vague 3 qui était une migration extrêmement complexe, s'est très bien passée et Euroclear a été un acteur déterminant de ce succès. Cependant, la Place de Paris a également su tirer les leçons des précédentes vagues. Lors de la première vague de migration, nous avons rencontré plusieurs difficultés, notamment en matière d'autocolatéralisation. Cette fois-ci, les banques d'investissement (BFI) ont anticipé ces difficultés en prévoyant non seulement des titres pour assurer la fluidité du dénouement mais aussi beaucoup de liquidités. Nous avons également rencontré des difficultés liées à des pratiques de marché différentes entre les intervenants impliqués. La Place de Paris a su s'organiser de façon remarquable notamment autour de l'AFTI qui a défini et publié sous forme de fiches un certain nombre de pratiques de marché partagées par l'ensemble des intervenants.

Au-delà de la migration réussie, nous constatons que la plateforme est remarquablement stable. Il n'a été constaté aucun incident majeur depuis la migration ce qui est sans doute un des points le plus important. La fiabilité et la sécurité de la plateforme T2S sont en effet des priorités pour tous les intervenants.

Il reste cependant un certain nombre de petits réglages à faire, et c'est bien normal. Tous ces réglages ont été identifiés et ne remettent pas en cause la stabilité de la plateforme T2S. Nous avons parlé du taux de dénouement qui reste inférieur à celui que nous connaissions auparavant, de certains processus, consommateurs de liquidité, et des algorithmes de dénouement de T2S qui devront être revus. Il reste aussi quelques dysfonctionnements à corriger. Il reste enfin à automatiser les solutions manuelles de contournement mises en place lors de la migration et acceptées par l'ensemble des établissements ainsi qu'à livrer les fonctionnalités reportées.

Éric de Nexon : Il serait également intéressant de faire un point sur les principaux correctifs et

les évolutions fonctionnelles à mettre en œuvre dans les mois qui viennent indépendamment des réflexions que l'on abordera par la suite sur le devenir de T2S. S'agissant du périmètre actuel, quelles sont les priorités ?

Daniel Pascaud : Le premier point est la gestion des distributions (*market claims*) qui est un point majeur parce qu'au-delà du manque d'efficacité opérationnelle, c'est le risque opérationnel qui est induit sur le traitement des opérations sur titres. La priorité d'Euroclear reste de traiter ces problématiques sachant que, malheureusement, il ne sera pas possible de revenir sur un vrai sujet de fond : le principe de base qui est de dissocier la vie de la « fille » de la vie de la « mère ».

Le deuxième concerne une pratique des acteurs de la Place qui impacte le taux de dénouement. En effet, les taux de dénouement sont satisfaisants, tout du moins pour ce qui concerne l'établissement que je représente. En revanche, la gestion des franco dans T2S pose un problème. D'une part parce que, en interne, nous ne nous sommes pas encore totalement adaptés à la pratique de gestion de ces derniers, définie par Euroclear, et d'autre part parce que, parmi les acteurs de la Place, certains ont des comportements qui ne sont pas ceux que nous avons imaginés. Alors que nous pensions que les établissements allaient majoritairement se positionner en tant que participants ICP (*Indirectly Connected Party*), certains se positionnent en tant que participants DCP (*Directly Connected Party*). Nous pensions que les franco matchés devaient se dénouer directement en Euroclear ce qui n'est pas toujours le cas, impactant ainsi le taux de dénouement des opérations.

Le troisième et dernier point n'est pas simplement une bonne chose, c'est essentiel. La plateforme T2S a été conçue pour faciliter le règlement/livraison transfrontière. En l'absence de liens directs entre les dépositaires centraux (CSD), le traitement des opérations transfrontières est plus compliqué qu'avant la migration. De fait aujourd'hui, nous dénouons essentiellement des opérations domestiques dans l'environnement T2S comme nous le faisons dans l'environnement ESES. La mise en place de ces liens permettra de tirer pleinement profit de tous les avantages attendus de T2S.

Table ronde - Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

Éric de Nexon : Des problématiques fonctionnelles qui sont liées à la plateforme T2S et d'autres qui sont du ressort du dépositaire central. Des problématiques qui sont aussi liées à l'utilisation de la plateforme T2S et d'autres à des pratiques de marchés. Un dernier point concernant la mise en place des liens directs entre les dépositaires centraux (CSD), essentielle pour faciliter le règlement/livraison transfrontière.

Les aspects réglementaires sont assez structurants dans le domaine du règlement/livraison et de la conservation. Il apparaît donc opportun de dresser un état des lieux des principales évolutions en matière de réglementation avant d'aborder les thèmes liés aux futures évolutions fonctionnelles et techniques de la plateforme T2S.

Michel Degryse : Aujourd'hui, nous avons un système de règlement/livraison qui fonctionne en production au quotidien. Depuis l'origine du projet, dix années se sont écoulées. Et, au cours de ces dix années, des événements imprévus ont eu lieu (crises financières qu'elles soient de liquidité, liées à l'endettement ou aux risques de crédit) qui ont montré qu'il fallait rester extrêmement humble par rapport à ces derniers. C'est pourquoi, au-delà de la gestion du quotidien, il faut se préparer à gérer l'exceptionnel.

C'est d'ailleurs dans cette perspective que certains aspects du règlement européen sur les dépositaires centraux (CSDR) ont été élaborés. Nous y trouvons des mesures en matière d'agrément du dépositaire central (CSD), de concurrence et de libre prestation de services mais aussi de sécurité et de résilience des systèmes, des mesures en matière d'harmonisation du règlement/livraison qui sont inscrites « en dur » pour la première fois dans un règlement ainsi que l'obligation de dématérialisation des titres dès lors qu'ils sont négociés sur un marché. On y trouve enfin des mesures en matière d'amélioration du règlement/livraison avec les pénalités, comme évoqué précédemment, et l'obligation de rachat des titres (ou *buy in*).

Une mesure, qui concerne également les entreprises d'investissement, est l'amélioration des processus d'allocation, notamment des transactions de leurs clients. C'est l'ensemble de l'éco-

système, et pas uniquement les dépositaires centraux, qui est impacté par ce règlement venant renforcer la sécurité du post-marché, un maillon essentiel, qui fonctionne en collaboration avec les chambres de compensation (CCP) et les marchés. Ceci est très important pour le régulateur dont le rôle premier est d'assurer la sécurité des marchés financiers.

En matière d'harmonisation des opérations sur titres (OST), nous attendons également la mise en production du Stream VI relatif aux opérations conditionnelles.

Plus généralement, l'harmonisation c'est aussi sortir d'un cadre national. Le rôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en tant que régulateur, est à la fois un rôle de protection mais également d'ouverture. Mais dans ce domaine, ce sont les petits pas qui font les grandes avancées. Il aura fallu près de dix ans pour disposer d'un système de règlement/livraison harmonisé. Rendez-vous dans dix ans pour constater les évolutions en matière, par exemple, de droit du titre, de gestion du collatéral, etc.

Éric de Nexon : Il faut quand même se rappeler que nous avons montré et prouvé en 2008 que le post-marché était résilient, ce qui a conduit un certain nombre de régulateurs au plus haut niveau à décider qu'il fallait renforcer le rôle des infrastructures de post-marché.

Nous l'avons dit TARGET2-Securities (T2S) est un projet long et ambitieux mais aussi, il faut le rappeler, coûteux pour la Banque centrale européenne (BCE) ainsi que pour l'ensemble des intervenants qui en attendent aujourd'hui un retour sur investissement. Chacun a ses propres attentes.

Quels sont les premiers avantages que nous pouvons déjà constater au niveau de la chambre de compensation ? Quels sont aussi les projets en cours induits par la mise en œuvre de T2S ?

Pierre-Dominique Renard : Comme nous le rappelions tout à l'heure, tout l'intérêt de TARGET2-Securities (T2S) est de faciliter le dénouement transfrontière puisque nous savons très bien faire du dénouement domestique avec ESES.

Je dirais qu'il y a des avantages immédiats que nous avons déjà constatés au niveau de la chambre de compensation (CCP) comme la centralisation de notre liquidité exclusivement

en Banque de France même si nous n'avons pas retenu le principe d'un *Dedicated Cash Account* (DCA) pour accéder aux autres marchés parce que nous voulions pouvoir faire un suivi par secteur d'activité (*equities vs. bonds*) ou par pays. Le fait, par exemple, de ne plus être dépendant des heures limites de chaque dépositaire en étant un participant DCP (*Directly Connected Party*), est apprécié par toutes les équipes opérationnelles.

Nous avons ensuite un projet d'entreprise exclusivement guidé par T2S. Aujourd'hui, LCH. SA, traite les opérations de repo sur les titres d'État français, italiens et espagnols et LCH. Limited traite celles sur les titres d'État allemands, belges, néerlandais, irlandais en euros, avec une répartition en matière d'activité de l'ordre de 55/45. Parce que T2S est considéré comme un lieu de dénouement unique, nos clients nous ont sollicités pour concentrer leurs opérations en euros dans une seule chambre de compensation (CCP) afin de leur permettre de faire du *balance sheet netting*, une chose extrêmement importante pour eux aujourd'hui. Nous avons donc initié un transfert progressif vers LCH.SA., en commençant par l'activité de *repo* sur le Bund et ce, bien avant la victoire du Brexit ou les discussions en cours autour de l'avenir corporate de LCH.SA. Parmi la quinzaine d'intervenants majeurs qui nous ont signifié leur intérêt, les deux tiers ou les trois quarts ont choisi de centraliser leurs opérations de dénouement sur le Bund dans le monde Euroclear et non dans le monde Clearstream.

Quant à nous, nous allons vraisemblablement réfléchir à la centralisation de nos opérations auprès d'un seul et unique dépositaire central (CSD) à l'issue de la migration de la dernière vague. Et bien évidemment, nous allons aussi offrir à nos clients la possibilité de dénouer leurs opérations dans le dépositaire de leur choix, y compris celles qui sont face à la chambre de compensation.

Éric de Nexon : Des avantages et des anticipations en matière de structuration et d'organisation pour la chambre de compensation. Qu'est-ce qui a déjà changé ou qui devrait changer dans l'avenir pour un acteur tel que CACEIS ?

Daniel Pascaud : Les effets et les bénéfices

Table ronde - Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

attendus sont forcément différents selon les établissements et leur typologie de clients.

En ce qui nous concerne, nous avons fait le choix d'ouvrir un *Dedicated Cash Accounts* (DCA) dans les livres de la Deutsche Bundesbank (Buba) pour satisfaire le besoin de l'un de nos clients qui souhaitait concentrer toute sa liquidité sur le marché allemand. Nous attendons d'un système efficace et performant qu'il permette à l'ensemble de nos clients implantés dans plusieurs pays de bénéficier des mêmes services et ce, au même prix.

Une part importante de la clientèle du groupe CACEIS est composée de sociétés de gestion qui ne sont pas impactées par les changements dans le domaine du règlement/livraison.

Les clients non-résidents, et notamment européens, qui disposent déjà d'une connexion directe à la plateforme T2S ou qui s'interrogent sur l'opportunité d'en avoir une, se posent la question de savoir si demain ils continueront à avoir recours à nous. Il s'agit là d'un phénomène tout à fait récent qui s'explique en particulier par le fait que T2S devient une réalité. De la même façon, le groupe CACEIS se pose la question d'opter pour une connexion directe sur des marchés européens où il est actuellement client non-résident d'un acteur local.

Ce ne sont que les prémices de changements plus importants qui vont avoir lieu. La prochaine vague de migration avec, entre autres, l'Allemagne, offrira à n'en pas douter de nouvelles opportunités et de nouvelles idées aux différents acteurs pour faire évoluer leurs services.

Éric de Nexon : TARGET2-Securities (T2S), mais aussi l'environnement qui est en train de se dessiner autour, offre une multitude d'opportunités aux différents acteurs qui auront tendance à définir leurs propres solutions en fonction de leurs besoins et de ceux de leur clientèle. Nous nous rendons compte que la plupart des acteurs se sont concentrés sur leur capacité à rejoindre la plateforme T2S et ont attendu de voir comment celle-ci fonctionnait avant de réfléchir aux avantages et aux bénéfices qu'ils pourraient en retirer en matière d'organisation et de développement.

TARGET2-Securities (T2S) et le règlement

européen sur les dépositaires centraux (CSDR) vont favoriser le développement d'un nouveau concept (*Investor CSD* vs. *Issuer CSD*) qui donne lieu à de nombreux débats sur des sujets sur lesquels nous ne reviendrons pas ici.

Dans ce contexte, comment se positionne un acteur tel que BPSS par rapport à la nécessité d'avoir ou non recours à une offre d'*Investor CSD* ?

Éric Roussel : Pour BPSS déjà connecté en direct à tous les principaux marchés européens, il n'y a pas d'intérêt à passer par une solution d'*Investor CSD* à ce stade. Il faut bien voir que, si l'on peut se permettre une comparaison, un modèle d'*Investor CSD* est en pratique équivalent à celui d'un *global custodian*, c'est-à-dire une structure à deux niveaux dans laquelle l'*Investor CSD* ou le *global custodian* accède à un marché via un intermédiaire pour tout ce qui est asset servicing. Nous le voyons bien dans la façon dont sont organisés aujourd'hui les *Investor CSD* qui sous-traitent les services d'accès aux marchés autres que leur marché domestique. Par construction, ce modèle ne peut pas être aussi performant.

Depuis trois ans, BPSS a mis en place des groupes de travail avec l'intégralité de ses clients qui s'interrogeaient sur la meilleure solution technique à mettre en place avec l'arrivée de T2S. Nous avons pu ainsi distinguer trois catégories de clients :

- Tout d'abord les grandes banques d'investissement, en général d'origine anglo-saxonne, pour lesquelles la *Financial conduct authority* (FCA) impose des contraintes importantes en matière de liquidité avec la création d'une réserve de liquidité qui vient en réduction de leur capital réglementaire. Pour ces clients et ceux qui disposent d'importantes liquidités, nous nous sommes posés la question de savoir si nous n'allions pas utiliser leur propre compte en banque centrale plutôt que celui de BNP Paribas. Nous en sommes arrivés à des situations assez atypiques où nous sommes *custodian* de ces clients au sens traditionnel du terme pour tout ce qui concerne la partie « titres ». En revanche, pour ce qui est de la gestion de la liquidité, le compte titres des clients pointe sur leur compte espèces en banque centrale.

- Une deuxième catégorie de clients qui délivrent aussi un service de banque dépositaire pour lesquels la charge supplémentaire en capital liée à la fonction de dépositaire lorsqu'ils ont recours à un *custodian* de type BNP Paribas peut être importante et doit être optimisée. La solution retenue pour ces clients est d'opérer techniquement leur compte chez le dépositaire central (CSD) c'est-à-dire qu'ils ouvrent dans les livres du dépositaire central un compte à leur nom et d'un point de vue opérationnel, en tant que *custodian* de ces derniers, nous réalisons les opérations de règlement/livraison et de conservation comme auparavant. Il n'y a donc aucun impact opérationnel. En revanche, il y a des impacts juridiques importants puisque dans ce scénario et dans le cadre de leur obligation de restitution, ces clients ne sont pas engagés à restituer les avoirs en cas de faillite du dépositaire central dans sa fonction d'émetteur de titres. Ils peuvent ainsi optimiser leur capital réglementaire par rapport à leur banque dépositaire.

- Enfin la dernière catégorie de clients constituée de tous les autres, c'est-à-dire l'immense majorité, qui a analysé toutes les configurations possibles et pour laquelle rien n'a changé.

En résumé, on ne voit pas ce modèle d'*Investor CSD* se développer massivement hors cas particulier comme il en existe un sur la Place aujourd'hui.

Éric de Nexon : Une réaction à ce sujet ?

Daniel Pascaud : Nous ne savons pas encore comment les choses vont évoluer. En France, nous avons trois acteurs, plus ou moins importants, qui sont présents sur les différents marchés représentant une part importante des volumes traités sur la plateforme T2S, à savoir l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Ces derniers n'ont effectivement aucun intérêt à opter pour un modèle d'*Investor CSD*.

Pour illustrer cela, le groupe CACEIS a en effet été démarché par un concurrent direct du dépositaire central français pour déposer ses actifs chez lui. Or, il s'avère que ce dernier utilise l'un de ses compétiteurs sur le marché local français pour ses services de conservation. Nous n'allions tout de même pas déposer nos actifs chez ce concurrent pour qu'ensuite il vienne les

Table ronde - Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

redéposer chez un de nos compétiteurs. Quoi qu'il en soit, la solution *Investor CSD* s'adresse plus spécifiquement aux petits acteurs.

Éric de Nexon : Il manque effectivement un acteur de taille intermédiaire qui aurait pu effectivement avoir une position différente avec une volonté de concentrer ses opérations sur un seul dépositaire central (CSD). Lorsque l'on aborde le thème du transfrontière, nous pensons souvent au règlement/livraison transfrontière mais il ne faut pas oublier l'investissement transfrontière qui lui, peut se dénouer, soit à travers un guichet unique, c'est-à-dire un seul dépositaire central qui gère ensuite les liens directs avec les autres dépositaires centraux, soit à travers des participants directs qui vont eux-mêmes gérer l'accès aux différents dépositaires centraux. Ce sont des modèles différents qu'il faut avoir en tête.

Les spécifications générales fonctionnelles de la plateforme T2S ont été définies il y a environ une dizaine d'années. Nous pouvons d'ores et déjà essayer d'anticiper des besoins complémentaires en considérant plusieurs options plus ou moins ambitieuses.

Quels sont ces besoins complémentaires que nous pouvons déjà anticiper, en restant dans des domaines proches du règlement/livraison ?

Philippe Bellande : Pour l'essentiel, les flux standard de règlement/livraison ont été migrés puisque près de 40 % des volumes attendus sont aujourd'hui traités sur la plateforme T2S. Il reste cependant une étape importante en février 2017 avec la migration de l'Allemagne qui est un marché important en volume, mais il n'y a aucune raison pour que cela se passe différemment.

Lorsque nous parlons des flux de règlement/livraison, il reste encore quelques spécificités françaises (nominatif, transfert de portefeuille, etc.) ou étrangères sur lesquelles il conviendra de se pencher en retenant les meilleures pratiques. Il reste aussi la mise en place des liens directs entre les dépositaires centraux (CSD) pour faciliter le règlement/livraison transfrontière.

L'actualité immédiate est la mise en place de la *Settlement discipline* (régime de pénalités) dont nous attendons les textes de niveau 2 pour la fin de l'année ou le premier semestre de 2017.

Il est aussi important de rappeler que le S de T2S signifie *securities* et pas *settlement*. Ainsi, l'offre d'asset servicing devra être aussi progressivement harmonisée parce que cela reste compliqué lorsque l'on est un participant DCP (*Direct Connected Party*) dans un pays où l'on n'est pas présent physiquement et ce, en raison des grandes différences qui subsistent en matière de fiscalité et de réglementation. Des initiatives se développent en matière d'harmonisation des opérations sur titres (OST) mais nous voyons bien que nous ne partageons pas toujours la même vision avec l'Allemagne en ce qui concerne par exemple les OST de distribution de titres (H2D) ou de réorganisation (HDR).

En résumé, une étape importante a été franchie avec la migration du marché français à T2S mais il reste encore beaucoup d'efforts à faire en matière d'harmonisation dans le domaine de l'asset servicing. Cette harmonisation est très attendue des investisseurs parce que c'est aussi l'une des conditions d'un marché européen des titres.

Éric de Nexon : Nous parlons d'harmonisation dans le domaine de l'asset servicing. Pour ce faire, nous pouvons envisager deux possibilités : soit nous harmonisons les fonctions et les différents dépositaires centraux (CSD) s'adaptent sur la partie asset servicing et convergent progressivement vers des solutions et des prestations à peu près identiques, soit nous envisageons une plateforme T2C avec un C pour *custody*, et non pour *clearing* comme certains auraient tendance à le penser.

Cette seconde possibilité est-elle envisageable et souhaitable ?

Daniel Pascaud : Du point de vue d'un participant DCP (*Directly Connected Party*), ce serait un plus même si c'est encore un rêve lointain. Mais nous n'en serions jamais arrivés là aujourd'hui si nous n'avions pas rêvé un jour de réaliser T2S.

Il est assez significatif et symptomatique de voir que T2S n'a pas à ce jour abouti à une concentration des acteurs dans le domaine du règlement/livraison comme on le prédisait. À l'issue des vagues de migration, on aura autant de dépositaires centraux (CSD) que l'on en avait avant. Aucun d'entre eux n'a décidé de ne pas être un participant direct et d'abandonner son

activité. Au contraire, certains ont réalisé des investissements colossaux qu'ils vont devoir rentabiliser. Dans les années à venir, nous assisterons sans doute à une concentration progressive mais qui passera aussi certainement par une intégration plus importante de l'Union européenne.

Comme nous le faisons remarquer, une chambre de compensation (CCP) établie en dehors de la zone euro et a fortiori de l'Union européenne traitant de l'euro, fait peser un risque sur la stabilité financière de cette zone. Alors pourquoi ne pas profiter de cette occasion pour construire une solution européenne avec l'Allemagne dans le domaine de la compensation.

Éric de Nexon : C'est en réfléchissant à une plateforme commune que l'on pourra progresser en matière d'harmonisation car nous savons, de par notre expérience, qu'il est beaucoup plus facile d'harmoniser autour d'une vision partagée d'un projet ou d'une plateforme comme ce fut ce cas pour les trois marchés ESES.

Nous observons toujours un manque persistant d'harmonisation et de standardisation. Aujourd'hui, TARGET2-Securities (T2S) fait partie de la solution. Des initiatives sont prises dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux (UMC ou CMU en anglais) avec notamment les travaux du Forum européen du post-marché. Des discussions sont en cours entre Clearstream et SIX SIS, le dépositaire central suisse voulant bénéficier de la plateforme de Clearstream pour son activité. Nous assistons à des opérations de rapprochement comme celle entre Deutsche Börse et le London Stock Exchange (LSE). Nous voyons l'émergence de nouvelles technologies. Il reste maintenant à voir comment tout cela va évoluer.

Pour conclure, je vais demander à chacun des intervenants comment il voit les choses dans les années à venir.

Michel Degryse : Je voudrais me focaliser sur la technologie, un point qui n'a peut-être pas été assez abordé. Nous voyons aujourd'hui apparaître des offres concurrentes basées sur les nouvelles technologies comme la blockchain. Il s'agit d'expérimentations qui ne concernent pas les dépositaires centraux (CSD) à ce stade puisqu'elles concernent d'une part les mini-

Table ronde - Qu'attendre du nouvel environnement T2S ?

bons et d'autre part des titres qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central. Néanmoins, ces nouvelles technologies suscitent un intérêt et une curiosité attentive et vigilante de la part du régulateur, très ouvert afin d'examiner ces initiatives qui permettent de relever des points d'attention et de se poser des questions.

Ces évolutions doivent être prises en compte mais il est également important de ne pas se laisser déborder c'est-à-dire de maintenir le même niveau d'exigence en matière de fiabilité opérationnelle et de sécurité des investisseurs. Il faut garder en tête ces sujets même si ces nouvelles technologies prendront encore un certain temps à s'implanter.

Éric de Nexon : En résumé, une curiosité attentive et vigilante face à ces nouvelles technologies avec la nécessité de garder le même niveau d'exigence en matière de fiabilité et de sécurité.

Pierre-Dominique Renard : Je ne m'éten-drai pas sur le sujet de la blockchain sur lequel nous pourrions consacrer un Amphi entier. En revanche, sur l'aspect purement d'harmonisation, il y a trois points que je souhaiterais ajouter.

Le premier point concerne la mise en place d'un mécanisme de protection de l'acheteur (*buyer protection*) dans le cadre des travaux d'harmonisation des opérations sur titres (OST). En effet, il est toujours pénalisant pour une chambre de compensation (CCP) de se retrouver en raison de suspens ou de stock dans un environnement où elle est déséquilibrée.

Le deuxième point concerne le droit des faillites. Il serait trop ambitieux de vouloir arriver à une harmonisation du droit des faillites en Europe. Néanmoins, il serait souhaitable que l'ensemble de la communauté des dépositaires centraux (CSD) européens définisse un mode opératoire de traitement et de résolution d'une défaillance commun pour l'ensemble des opérations qui sont entrées dans le système là où aujourd'hui, certains gèlent ou annulent les transactions et d'autres laissent se dénouer les transactions jusqu'à la fin de la journée comptable. La gestion d'une défaillance est compliquée dans un environnement T2S parce que cela est extrêmement dépendant du moment à partir duquel le

régulateur national a prononcé cette défaillance et plus encore si la défaillance est prononcée par une chambre de compensation active sur plusieurs marchés, à quel moment effectivement tout cela va être coordonné et synchronisé. Il s'agit pour nous d'une condition préalable à la mise en œuvre de notre *open access model* en matière de règlement/livraison pour pouvoir laisser le choix à tous nos clients.

Le troisième et dernier point est la convergence entre les plateformes TARGET2 et TARGET2-Securities (T2S) qui offre deux avantages principaux indépendamment de l'utilisation de la norme ISO20022 : d'une part en matière de sécurité afin de mettre TARGET2 aux standards de T2S en matière de cyber-résistance et d'autre part en matière de richesse des messages qui vont pouvoir être véhiculés, avec notamment une granularité plus fine des éléments relatifs aux clients et aux portefeuilles. Dans une optique où nous parlons d'une obligation de compensation centrale avec de nouvelles opportunités de business pour les chambres de compensation au niveau du *buy side*, c'est un élément très porteur pour pouvoir effectivement profiter de cette nouvelle convergence.

Éric de Nexon : Une dernière remarque sur les nouvelles technologies.

Éric Roussel : Il faut se méfier des nouvelles technologies parce que nous pouvons dépenser beaucoup d'argent sans rien délivrer. La question essentielle que nous devons nous poser est : que permettent de faire ces nouvelles technologies qui ne pouvaient être faites avant ? Pour illustrer ce propos, voici un contre-exemple. On présente parfois la blockchain comme une solution permettant de faire du règlement/livraison à J+0, ce que T2S rend déjà possible. C'est donc faire preuve de malhonnêteté intellectuelle que de présenter la blockchain comme une solution pour réduire le délai de règlement/livraison à J+0 alors que les délais de règlement/livraison actuels n'ont rien à voir avec une problématique de technologie – ce qui ne veut pas dire pour autant, bien au contraire, que la blockchain n'a rien à apporter à notre métier.

Il serait intéressant de regarder les développements possibles en matière de gestion du collatéral qui va devenir un enjeu pour l'industrie des titres dans les années à venir, en particulier,

en matière de gestion tripartite du collatéral qui se développe et continuera de se développer compte tenu des nouveaux besoins en collatéral du *buy side* comme du *sell side*. C'est un marché fragmenté pour lequel il va falloir assurer l'interopérabilité entre les différentes plateformes qui existent aujourd'hui. Avec une vision globale des flux, T2S pourrait être à même de développer une solution permettant d'optimiser cette gestion du collatéral, un domaine où il y a un vrai besoin d'efficacité.

Éric de Nexon : Un tout dernier point à ajouter ?

Philippe Bellande : Nous avons tout d'abord le marché avec les travaux du Forum européen du post-marché qui ont été largement évoqués. Nous avons ensuite les acteurs pour lesquels le marché européen est déjà ou va devenir rapidement leur marché national. Les premières conséquences se font sentir avec des opérations comme celle entre Deutsche Börse et le London Stock Exchange (LSE). On va assister de plus en plus à des opérations capitalistes ou des alliances stratégiques avec des partages de technologie au niveau des infrastructures de marché, des *custodians*... Par ailleurs, les établissements vont vouloir rentabiliser les investissements importants réalisés pour mettre en place la plateforme T2S et repenser aussi leur réseau de sous-dépositaires (connexion directe ou indirecte).

Nous avons enfin les nouvelles technologies. Certes, il est important de s'assurer que ces technologies apportent des nouvelles fonctionnalités. Mais avec la blockchain ou la DLT (*Distributed ledger technologies*), nous passons d'une architecture extrêmement centralisée à une architecture véritablement distribuée. Quels que soient les problèmes réglementaires ou de gouvernance, cela signifie qu'en matière de stratégie ce n'est plus tout à fait la même chose. C'est aux impacts sur cette stratégie que nous devons réfléchir plutôt que se focaliser sur une nouvelle technologie sans doute porteuse d'avenir mais sur laquelle tout le monde a tendance à se jeter parfois un peu trop hâtivement. ■

Conclusion

Marc Bayle de Jessé

directeur général,

INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ ET DES PAIEMENTS, BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Félicitations au marché français : la migration de la Vague 3 à TARGET2-Securities (T2S) est une réussite partagée par l'ensemble des acteurs impliqués. Nous nous réjouissons de voir que le report de cette vague s'est avéré être une bonne décision qui a permis une migration réussie avec une maîtrise des différents jalons. Tout comme ce fut le cas pour TARGET2 il y a une dizaine d'années environ, la réussite d'un tel projet repose sur des échanges constructifs entre les acteurs du marché et les autorités nationales et européennes pour définir les orientations stratégiques, développer les bonnes fonctionnalités et prendre le temps nécessaire à la mise en œuvre du projet. Le projet T2S n'a pas duré dix ans comme on l'entend souvent dire. Si les premières réflexions sur l'opportunité du projet ont démarré en 2006, celui-ci n'a été lancé par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) qu'en juillet 2008. Même si la migration de l'ensemble des dépositaires centraux (CSD) ne sera terminée que fin 2017, T2S est devenu une réalité opérationnelle après la migration des premiers dépositaires en juin 2015, soit sept ans après son lancement. C'est une durée assez longue pour un projet mais cependant nécessaire lorsque l'on change en profondeur les structures du marché.

T2S a livré principalement deux choses

T2S a livré tout d'abord une plateforme qui fonctionne. Les volumes traités représentent environ 40 % du volume attendu après la migration de l'ensemble des marchés. Ils vont pratiquement doubler avec la migration des dépositaires centraux de la prochaine vague qui devrait également se dérouler dans de bonnes conditions au regard des tests en cours sur lesquels nous sommes très vigilants. L'importance des volumes traités sur la plateforme T2S devrait également permettre de réaliser des économies d'échelle. Après une période d'amortissement de quelques années, T2S permettra de réduire les coûts de règlement/livraison, même au niveau domestique.

T2S a livré ensuite une harmonisation des procédures autour du règlement/livraison des titres en Europe. Même si les travaux ne sont pas

terminés, beaucoup de progrès ont été faits en association avec la Commission européenne et les différentes autorités compétentes. Le règlement européen sur les dépositaires centraux (CSDR) apporte de grands changements qui vont permettre d'augmenter la concurrence entre les dépositaires centraux. C'est une bonne chose qui devrait se traduire par un processus de concentration probablement en plusieurs étapes avec, comme on l'entend généralement, une concentration relativement rapide des acteurs en amont du règlement/livraison. Nous devrions également assister à une concurrence accrue des grands acteurs existants qui vont développer très rapidement des liens ou rattraper leur retard sur ces liens. À défaut, la concurrence viendra de nouveaux acteurs.

L'émission domestique de titres en Europe est un domaine dans lequel on peut faire davantage. Par exemple, la Banque centrale européenne (BCE) en tant que potentiel émetteur de titres de taux – c'est un des instruments possibles de la politique monétaire mais qui n'a pas encore été utilisés à ce jour – ne dispose pas d'un marché primaire domestique intégré pour la zone euro. Aujourd'hui, il faut choisir d'émettre dans l'un ou l'autre des segments du marché domestique (c'est-à-dire d'un pays). Il est impossible d'émettre en tout cas à un coût raisonnable dans tous les pays nationaux au même moment via une structure simple d'accès.

La Banque centrale européenne (BCE) avec l'Eurosystème a défini des priorités pour améliorer ses systèmes avec deux objectifs principaux. Le premier est de mettre l'accent sur l'efficacité à la fois économique, technique et opérationnelle. Le second est de développer des services au niveau de l'Eurosystème qui permettent de faciliter l'innovation financière en Europe et pas simplement de la regarder venir de l'autre côté de la Manche ou de l'autre côté de l'Atlantique et s'imposer comme un fait accompli.

Trois projets ont été retenus

Nous parlons tout d'abord d'une consolidation des plateformes TARGET2 et TARGET2-Securities (T2S). En réalité, il s'agit surtout d'une

consolidation « économique » qui permettra de faire des économies d'échelle et d'augmenter le niveau de service des infrastructures de paiement en Europe, en réutilisant le maximum d'éléments développés dans le cadre de T2S pour mettre à niveau TARGET2. L'utilisation de la messagerie standardisée ISO20022 permettra d'apporter des informations supplémentaires dans les messages de paiement pour lutter plus efficacement contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme. Ces informations doivent être de plus en plus rapidement identifiées par les banques pour qu'elles puissent continuer à travailler dans ce domaine et la mise en place de technologies performantes de communication permet d'être plus résilient. De la même manière, on peut rationaliser la façon dont on accède aux systèmes de Place avec la mise en place d'une interface réseau de communication plus intégrée en réutilisant, si possible, ce qui a été développé dans le cadre de T2S avec la possibilité de mettre en concurrence SWIFT, SIA-Colt ou d'autres opérateurs par la suite. Il y a comme ça plusieurs éléments qui permettront de contribuer à rendre les systèmes plus efficaces et opérants.

Une réflexion est également menée sur la nécessité d'avoir des services d'infrastructures de marché ouvertes 24 heures sur 24 tous les jours de l'année. La technologie dont nous disposons aujourd'hui ne permet pas d'opérer le week-end et les jours fériés, tout du moins à un coût raisonnable. Dans ce contexte, nous pensons à améliorer cette technologie pour développer des services de paiement de détail au niveau du règlement et non de la compensation. Nous allons étudier comment ces services peuvent se mettre en œuvre. En outre, ce type de technologie moins chère et plus évolutive permet d'améliorer fortement l'efficacité technique et, encore une fois, l'innovation technologique et financière en Europe.

Un dernier élément important est l'amélioration de la gestion du collatéral dans l'Eurosystème. Aujourd'hui, chaque banque centrale gère son collatéral selon sa propre manière sur la plate-

Conclusion

forme T2S. Nous sommes en train de voir dans quelle mesure on ne peut pas aussi bénéficier en tant qu'utilisateur de la plateforme d'un système intégré de gestion du collatéral (ECMS). Il s'agit pour l'Eurosysteme en tant que preneur de collatéral d'avoir un système intégré et d'être plus efficient avec les contreparties et éventuellement plus efficient avec les grands acteurs du domaine du collatéral comme les opérateurs de services de gestion tripartite du collatéral avec lesquels il pourrait avoir une interface unique avec le même niveau de messagerie et d'échange.

Pour l'instant, nous nous limitons à ces trois projets dont le succès dépendra des bons échanges que nous aurons avec les acteurs du marché. Pour cela, des consultations auront lieu. Nous allons créer des groupes de contact qui vont se démultiplier avec les National User Groups (NUGs) pour permettre de relayer l'information et de s'assurer que les directions prises seront les bonnes.

Il faut souligner les efforts réalisés sur les travaux de la Commission européenne dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC ou CMU en anglais) avec l'aide du Forum européen du post-marché pour suivre les dossiers en matière d'harmonisation et notamment la suppression des barrières Giovannini. Certaines ont d'ores et déjà été levées avec la mise en place de T2S mais il en reste sur lesquelles il faut continuer à travailler. Le Brexit va peut-être permettre d'avancer plus vite dans certains dossiers, notamment juridiques. En effet, la loi britannique est basée sur un concept différent des lois continentales. Même si ces dernières ne sont pas aujourd'hui complètement harmonisées, elles sont davantage compatibles les unes avec les autres.

Un point en ce qui concerne la gestion des faillites : il ne s'agit plus d'un projet puisque nous avons travaillé en étroite collaboration avec les dépositaires centraux (CSD) dans le cadre de la *Settlement Finality I* (SF I) pour définir des

procédures harmonisées de gestion des faillites et donc, avoir une même vision du moment à partir duquel une opération est protégée par la directive sur le caractère définitif du règlement (*Settlement Finality Directive*) et gérer les procédures d'une manière intégrée. Cela nécessite des adaptations techniques de la plateforme T2S qui seront livrées dans les versions futures du logiciel.

Nous avançons certes sur certains sujets mais il est important que les acteurs concernés n'hésitent pas à faire remonter leurs remarques ou leurs interrogations via les différents groupes de contact de la Banque de France ou de l'AFTI avec lesquels nous avons de bons contacts. Ces échanges seront à n'en pas douter la base des succès futurs. ■



Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 2428-0801

Directeur de Publication : **Éric Dérobert**

Rédacteur en chef : **Éric Dérobert**

Rédaction : **Bruno Douvry**

Réalisation : **Café Noir**

Photo : détail de «L'autre côté» de **Germain Plouvier**, en partenariat artistique avec l'AFTI.

Les supports de présentation sont disponibles sur www.afti.asso.fr

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01 - Fax : 01 48 00 50 48