

CHAPITRE 14

TARGET2-Securities (T2S)

Mis à jour en décembre 2022

TARGET2-Securities (T2S), plateforme technique de règlement-livraison développée et opérée par l'Eurosystème, apporte une contribution essentielle au processus d'intégration des marchés financiers européens. Cette initiative de l'Eurosystème, lancée en 2008 et mise en production progressivement entre juin 2015 et septembre 2017, a d'ores et déjà permis d'harmoniser un nombre important de caractéristiques du règlement-livraison (au sein de la zone euro et dans les marchés non euro ayant décidé de rejoindre T2S) et apporte une solution aux inconvénients de la fragmentation des marchés européens pour le règlement des titres. Elle s'est développée en parallèle des initiatives européennes d'ordre réglementaire (en particulier le règlement européen Central Securities Depositories Regulation, CSDR) et politique (projet d'Union des marchés de capitaux – CMU – lancé par la Commission européenne en 2015 et renouvelé en 2020), ces dernières ayant bénéficié du rôle de catalyseur joué par T2S pour l'harmonisation des marchés financiers en Europe.

À fin 2021, 19 dépositaires centraux de titres (ou *central securities depositories*, CDS) européens avaient migré à T2S, parmi lesquels certains CSD établis en dehors de la zone euro. Cette participation élevée démontre les bénéfices attendus de T2S en matière d'efficacité du règlement-livraison et d'harmonisation. Comme on l'a vu aux chapitres 12 et 13, T2S n'est pas considérée, au sens du règlement européen CSDR, comme un système de règlement de titres¹ – dès lors que ce dernier est défini comme la fonction de règlement d'un CSD –, mais comme une plateforme technique vers laquelle les CSD ayant décidé de participer à T2S externalisent leur activité de règlement-livraison.

En 2001, sous l'impulsion de la BCE, du CESR² et de la Commission européenne, un groupe d'experts du secteur financier a été constitué afin d'étudier le marché européen de règlement de titres, qui apparaissait très fragmenté. Ce groupe a publié deux rapports, en novembre 2001 puis en

avril 2003, usuellement appelés « rapports Giovannini » (du nom du président du groupe, Alberto Giovannini). Ces rapports ont mis en évidence divers obstacles (ou « barrières ») à une circulation fluide des titres financiers entre pays européens, tenant notamment aux règles fiscales, à des aspects juridiques, aux modalités de gestion des opérations sur titres³, à des aspects techniques ou organisationnels, etc. (cf. tableau *infra*, en section 7).

À ces « barrières » était associée l'existence d'une multiplicité d'infrastructures. Ce paysage du règlement-livraison européen en général et dans la zone euro en particulier, organisé par marché national, fragmenté, et l'absence d'harmonisation emportaient des coûts importants pour l'ensemble des intervenants non nationaux en général, y compris européens, qu'il s'agisse des prestataires de services financiers ou des investisseurs. En dépit de l'existence d'une monnaie unique, ces coûts étaient tels qu'ils entravaient le développement de la circulation transfrontière des titres au sein de l'Union européenne et plus particulièrement en zone euro. C'est à ce problème que T2S a apporté une réponse.

1. Le rôle moteur de l'Eurosystème et la gouvernance de T2S

1.1. Les principes de T2S

Si certains groupes, tels qu'Euroclear avec son système ESES, avaient préalablement mis en œuvre des projets internes de développements de systèmes uniques de règlement-livraison (cf. chapitre 13, section 2.2), il était difficilement envisageable de faire porter aux CSD européens la responsabilité de s'accorder sur une infrastructure commune, du fait de divergences d'intérêt entre groupes mais aussi de l'existence de modèles concurrents et techniquement différents. C'est ainsi que – comme on l'a vu au chapitre 13 – le système français (RGV puis ESES France) reposait sur le modèle dit « intégré » dans lequel les comptes espèces et titres sont gérés sur une même plateforme (la gestion

1 En anglais *securities settlement system* (SSS). Un système de règlement de titres permet de conserver et de transférer des titres franco de paiement ou contre paiement (cf. chapitre 13).

2 Le Comité européen des régulateurs de titres (Committee of European Securities Regulators, CESR) était un comité européen indépendant rassemblant les régulateurs européens des marchés financiers, créé en 2001 par la Commission européenne. Il a été remplacé le 1^{er} janvier 2011 par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, en anglais European Securities and Markets Authority – ESMA).

3 On désigne par opérations sur titres (OST, en anglais *corporate actions*) l'ensemble des événements pouvant survenir pendant la durée de vie d'un titre. Certains interviennent à date fixe (paiement de coupons, remboursement), les autres sont exceptionnels (fractionnement, OPA, etc.) et sont généralement plus complexes. T2S a fortement contribué, via l'un de ses groupes de travail permanents, le Corporate Actions Sub-group, à l'harmonisation des processus de traitement des OST sur flux, c'est-à-dire la gestion des transactions comme par exemple les régularisations sur distribution (*market claims*) et les régularisations sur réorganisation (*transformations*).

Encadré n° 1 : Principes généraux de TARGET2-Securities

Principe 1 : L'Eurosystème prend la responsabilité de développer et d'exploiter T2S en assumant la pleine propriété.

Principe 2 : T2S doit être basé sur la plateforme TARGET2 et fournira donc le même niveau de disponibilité, de résilience, de temps de rétablissement et de sécurité que TARGET2.

Principe 3 : T2S ne doit pas impliquer la mise en place et l'exploitation d'un dépositaire central de titres (ou *central securities depositories*, CSD), mais ne constituera qu'une plateforme technique pour fournir des services de règlement aux CSD.

Principe 4 : Les comptes titres des utilisateurs respectifs des CSD demeurent légalement attribués à chaque CSD.

Principe 5 : Le service de règlement T2S permettra aux CSD d'offrir à leurs participants au moins le même niveau de fonctionnalité de règlement de manière harmonisée.

Principe 6 : Les soldes des comptes titres ne doivent être modifiés que dans T2S.

Principe 7 : T2S doit exiger que les CSD participants soient désignées en vertu de la directive Finalité (*Settlement Finality Directive*) dans leur juridiction respective.

Principe 8 : T2S effectue le règlement exclusivement en monnaie de banque centrale.

Principe 9 : L'objectif principal de T2S sera le service de règlement en euros.

Principe 10 : T2S doit être techniquement capable de régler des devises autres que l'euro.

Principe 11 : T2S permet aux utilisateurs d'avoir une connectivité directe à sa plateforme.

Principe 12 : La participation des CSD à T2S ne sera pas obligatoire.

Principe 13 : Tous les CSD effectuant du règlement-livraison en monnaie de banque centrale en euros sont éligibles pour participer à T2S.

Principe 14 : Tous les CSD connectés à T2S doivent avoir des conditions d'accès égales.

Principe 15 : Tous les CSD qui se connectent à T2S doivent le faire dans le cadre d'un accord contractuel harmonisé.

Principe 16 : Tous les CSD connectés à T2S doivent avoir un calendrier unique de jours d'ouverture et d'horaires d'ouverture et de fermeture pour le règlement.

Principe 17 : Les règles et procédures de règlement T2S doivent être communes à tous les CSD participants.

Principe 18 : T2S doit opérer sur la base d'un recouvrement intégral des coûts et est à but non lucratif.

Principe 19 : Les services T2S doivent être compatibles avec les principes du Code de conduite européen en matière de compensation et de règlement (European Code of Conduct for Clearing and Settlement).

Principe 20 : T2S soutient les CSD participants dans le respect des exigences de surveillance et de supervision.

Source : BCE.

technique des comptes espèces en monnaie de banque centrale étant déléguée par la banque centrale au CSD) ; alors que le système allemand reposait pour sa part sur le modèle dit « interfacé », dans lequel les comptes espèces et les comptes titres sont gérés sur deux plateformes distinctes.

L'Eurosystème a donc adopté une démarche volontariste de création d'une plateforme de règlement-livraison commune, afin de contribuer à l'objectif d'une meilleure intégration des marchés européens. À l'issue d'une phase de consultation auprès du marché, puis d'une phase de définition des besoins des utilisateurs (*user requirements*) qui se sont déroulées successivement entre 2006 et 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé en juillet 2008 que l'Eurosystème mettrait en place une plateforme technique de règlement-livraison, en confiant les développements informatiques ainsi que l'exploitation technique de la plateforme à quatre banques centrales nationales (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France et Banca d'Italia, dites les « 4CB »).

La mise en œuvre de T2S s'appuie sur vingt principes (*general principles of TARGET2-Securities* : cf. encadré 1 *supra*), qui ont été approuvés par le Conseil des gouverneurs de la BCE et qui constituent les fondements de l'architecture T2S et de la répartition des rôles des différents acteurs. Ces principes soulignent notamment (cf. principe 3) que l'Eurosystème n'a pas vocation à se substituer aux CSD, mais à leur offrir une solution technique unifiée de règlement-livraison (les deux autres services de base des CSD, fonction notariale et service de tenue centralisée de compte, ne sont pas externalisés à T2S, pas plus que leurs services dits accessoires ; on pourra se reporter au chapitre 12 dans lequel ces fonctions sont définies). Par ailleurs, la participation à T2S ne revêt pas un caractère obligatoire, elle est laissée au libre choix de chaque CSD.

Une des caractéristiques majeures de T2S est son fonctionnement dit « en monnaie de banque centrale⁴ » : le règlement de

la jambe espèces des opérations traitées par les CSD participants s'effectue dans les livres d'une banque centrale.

1.2. La gouvernance de T2S

La gouvernance de T2S s'appuie sur les acteurs directement parties prenantes à la plateforme :

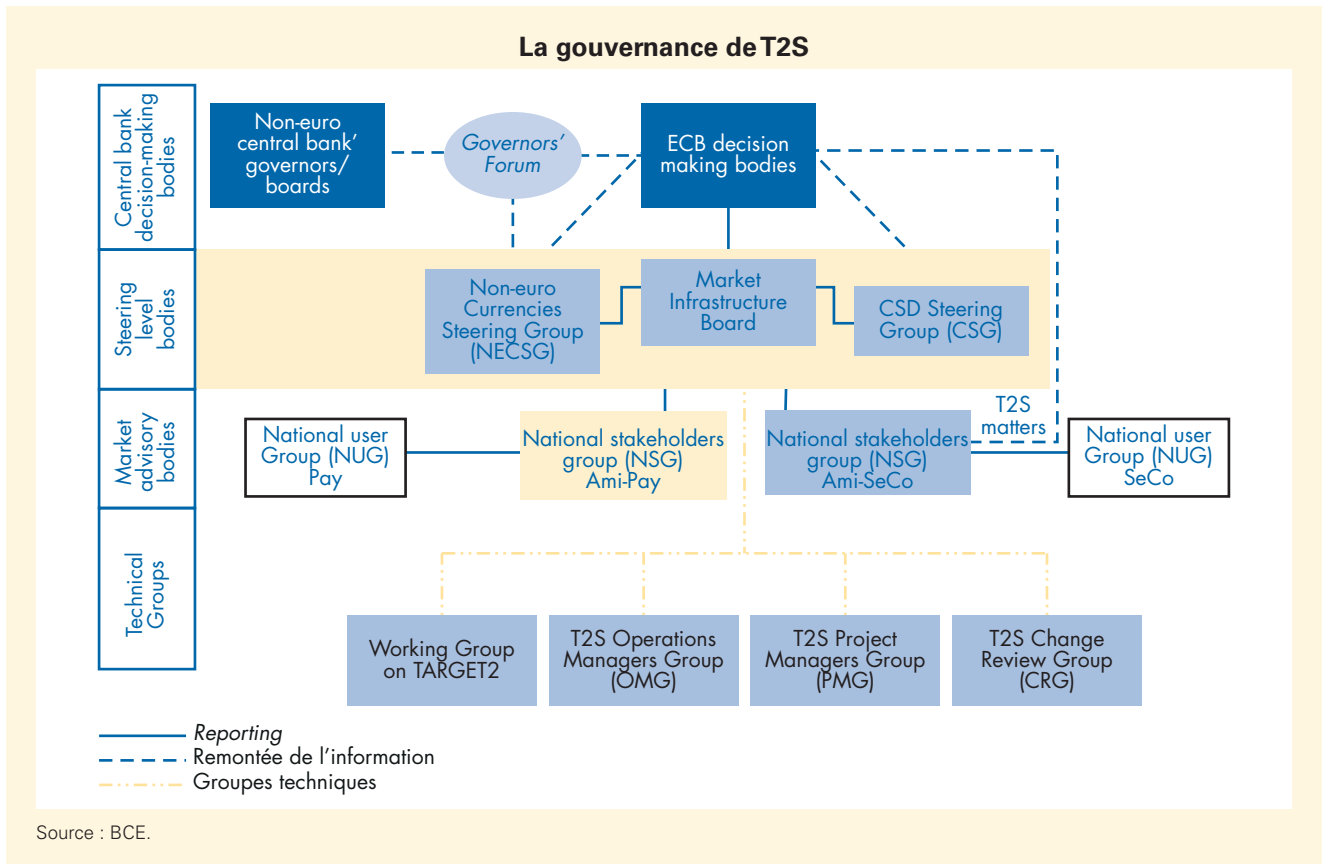
- la Banque centrale européenne (BCE), en tant que gestionnaire du projet et opérateur de T2S ;
- les CSD nationaux, en tant que gestionnaires des comptes titres, désignés comme « participants » à T2S ;
- les banques centrales nationales (BCN), en tant que gestionnaires des comptes espèces, également désignées comme « participantes » à T2S.

Au-delà de ces acteurs directs, les « utilisateurs » de T2S, c'est-à-dire les participants des CSD⁵ – essentiellement des banques et entreprises d'investissement –, sont également associés à la gouvernance de T2S. Ce sont en effet ces acteurs de marché, en particulier les teneurs de compte-conservateurs (TCC, désignés par le terme *custodians* dans le monde anglo-saxon), qui sont le mieux à même d'évaluer dans quelle mesure T2S permet de répondre aux attentes des émetteurs et des investisseurs, et à leurs propres attentes en matière d'accès plus fluide aux différents marchés européens. Ils sont représentés notamment au niveau de chaque marché dans les groupes nationaux d'utilisateurs (cf. *infra*). Pour autant, les participants des CSD, « utilisateurs » de T2S, n'ont aucune relation contractuelle directe avec T2S : ils maintiennent leurs relations commerciales et contractuelles d'une part avec les CSD pour leurs comptes titres, et d'autre part avec les BCN pour leurs comptes espèces.

La gouvernance repose sur un double accord, d'une part entre l'Eurosystème et les CSD (le T2S Framework Agreement),

4 En anglais *central bank money* (CeBM).

5 Cf. chapitres 12 et 13.



et d'autre part entre l'Eurosystème et les banques centrales hors zone euro ayant pris la décision de rendre leur devise éligible au règlement des transactions dans T2S dans le Currency Participation Agreement⁶ (auquel adhère, pour l'instant, la Banque centrale du Danemark). Cette structure de gouvernance a pour objectif d'assurer que toutes les parties prenantes à T2S (BCE, banques centrales nationales, CSD, et leurs utilisateurs) soient associées aux choix fonctionnels et stratégiques de T2S. Enfin, la plateforme T2S est détenue par l'Eurosystème.

Le Conseil des gouverneurs est responsable de la définition des grandes orientations de T2S ainsi que de son contrôle, en raison de l'importance du projet pour l'Eurosystème et pour l'intégration européenne en général.

Le fonctionnement de T2S est de la responsabilité du Market Infrastructure Board (MIB⁷), dont les membres sont nommés par le Conseil des gouverneurs. Le MIB élabore des propositions pour le Conseil des gouverneurs sur les questions stratégiques relatives à T2S et assure la gestion des relations avec l'ensemble des acteurs. Le MIB est composé de membres de l'Eurosystème, de membres des BCN non euro participant à T2S, et d'experts indépendants (non BCN).

Le CSD Steering Group (CSG), regroupant les CSD (et présidé par l'un d'entre eux), est responsable de la coordination des CSD participant à T2S avec l'Eurosystème. Afin d'améliorer cette coordination, le CSG comprend également, en tant

⁶ Accord-cadre précisant les responsabilités de l'Eurosystème et des banques centrales hors zone euro participant à T2S. La gestion des comptes espèces de la banque centrale non euro reste sous son contrôle.

⁷ Le MIB s'inscrit dans une vision stratégique élargie de la gestion des opérations et des évolutions des services des plateformes techniques comme TARGET2 et T2S, et les nouveaux projets d'infrastructures de marché comme TARGET Instant Payment Settlement (TIPS) et la consolidation de T2 et T2S (services RTGS).

qu'observateurs, des représentants du MIB et des participants des CSD.

L'Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SeCo) conseille l'Eurosystème sur les questions relatives à T2S, pour garantir que T2S fonctionne selon les besoins du marché. À cette fin, le groupe est composé d'une cinquantaine de représentants de l'ensemble des parties prenantes (CSD, BCE et banques centrales nationales) et des utilisateurs (infrastructures de marché, banques), ainsi que d'observateurs (Commission européenne et ESMA, notamment). Par ailleurs, et compte tenu de l'importance de l'harmonisation pour le succès du projet T2S, l'AMI-SeCo a dès l'origine mis en place une structure dédiée en charge d'étudier les questions relatives à l'harmonisation et de faire des propositions de standards : l'Harmonisation Steering Group (cf. *infra*).

Les groupes d'utilisateurs nationaux (*national stakeholders groups SeCo – NSG*, ex « NUG ») sont les relais entre l'AMI-SeCo et les différents marchés nationaux. Ils permettent de recueillir l'opinion des utilisateurs de T2S au sein de chaque communauté nationale sur les évolutions envisagées pour T2S, dans la mesure où seuls quelques participants de chaque communauté nationale sont membres de l'AMI-SeCo. Le NSG français est coordonné par la Banque de France.

Par ailleurs, des groupes techniques composés d'experts dans les domaines *ad hoc* permettent de traiter, notamment, les questions relatives à la gestion des évolutions de T2S et à la gestion des procédures opérationnelles. Le Market Infrastructures Group (MIG) en fait partie, à titre d'exemple, et gère notamment l'harmonisation des standards T2S (cf. *infra*).

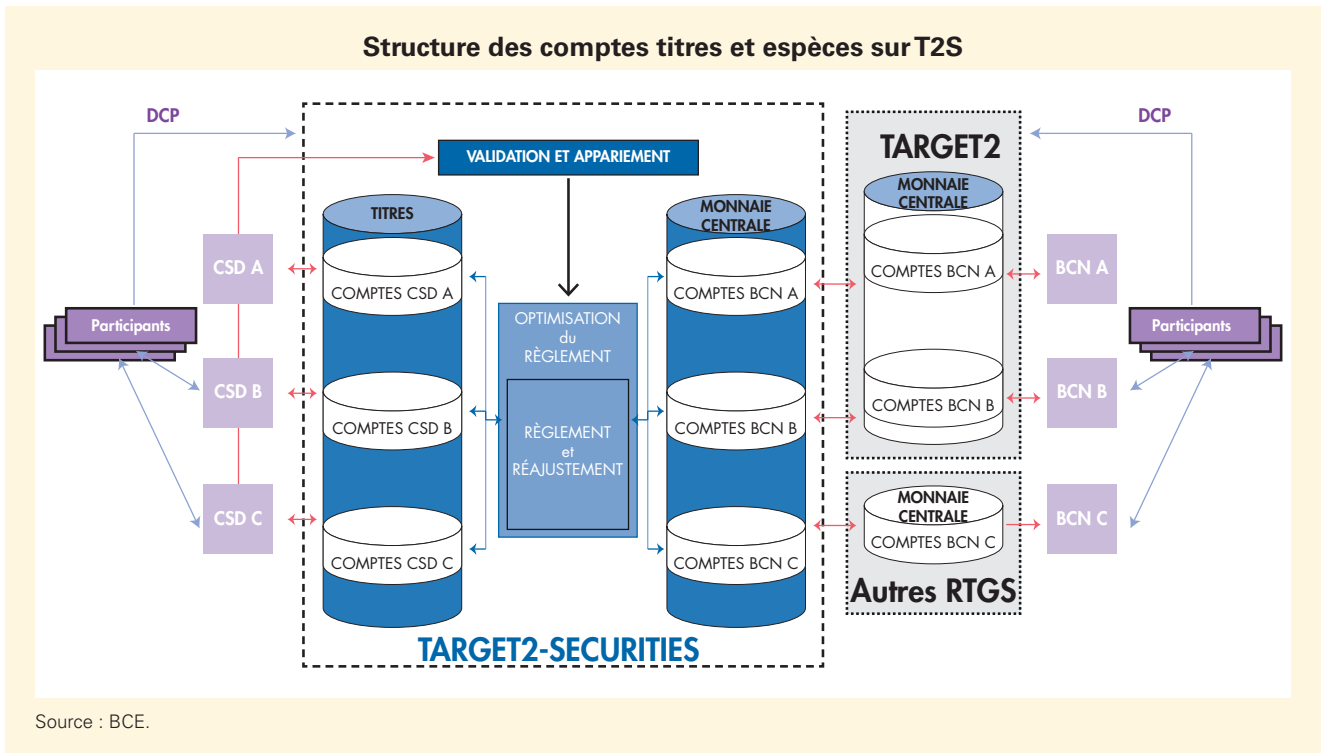
2. Le fonctionnement de T2S

T2S est une plateforme de règlement-livraison de titres en monnaie de banque centrale, dont la devise principale de règlement est

l'euro, tout en étant multidevises et en offrant donc la possibilité de faire du règlement dans d'autres devises si une banque centrale hors de la zone euro souhaite se connecter à T2S. C'est le cas depuis octobre 2018, date à laquelle la couronne danoise a rejoint T2S. La plateforme présente un fonctionnement original par rapport aux systèmes de règlement de titres (*securities settlement systems*, SSS) habituels des CSD, de par son caractère intégré et international. En effet, la localisation des comptes titres de plusieurs CSD et des comptes espèces (en euros) de plusieurs BCN au sein d'une plateforme technique unique permet que les transactions transfrontières et nationales soient traitées selon des processus opérationnels identiques et au même coût. Ainsi, en théorie, les banques participantes des CSD utilisant T2S pourraient n'utiliser qu'un seul compte euro et (éventuellement) n'avoir qu'une connexion avec un seul CSD. Ce cadre opérationnel traduit le caractère essentiel de la dimension transfrontière de T2S.

2.1. Le « modèle intégré »

T2S fonctionne en modèle dit « intégré » : les comptes espèces dédiés au règlement-livraison des transactions traitées par T2S et les comptes titres sont situés sur une même plateforme technique, permettant un règlement-livraison en temps réel (cf. chapitre 13 pour plus de détails). Les CSD externalisent la livraison de la jambe titres à la plateforme T2S, tandis que le règlement de la jambe espèces s'effectue à partir de comptes espèces dédiés (cf. section 2.2 du présent chapitre) gérés par la plateforme T2S. Ainsi le règlement-livraison DVP se réalise d'une façon efficace, sécurisée et rapide. Il s'agit d'une organisation proche de celle qui était mise en œuvre dans le système ESES d'Euroclear, où la gestion des comptes espèces était externalisée par les banques centrales au CSD. Toutefois, dans l'environnement T2S, c'est à l'inverse la gestion des comptes titres qui est externalisée par les CSD à T2S. En se fondant sur ce modèle, T2S procède au dénouement (ou au règlement-livraison) de la transaction.



2.2. Le règlement en monnaie banque centrale : les comptes espèces dédiés (DCA)

Les comptes espèces dédiés (*dedicated cash accounts*, DCA) gérés par la plateforme T2S interagissent avec les comptes espèces ouverts par les participants dans la plateforme TARGET2 ou dans les systèmes RTGS gérés par les banques centrales hors zone euro. Les DCA peuvent être alimentés chaque jour à l'initiative des participants, soit par des transferts de liquidité automatiques et récurrents (*standing orders*), soit par des transferts ponctuels (*current orders*). La liquidité résiduelle figurant sur le compte espèces dédié est rapatriée automatiquement par T2S en fin de journée vers les comptes espèces dans TARGET2, avant le changement de journée comptable. Ce même mécanisme s'applique à la couronne danoise et aux éventuelles autres devises que l'euro qui pourraient devenir éligibles au règlement-livraison dans T2S. Pour mémoire,

le recours à la monnaie de banque centrale comme actif de règlement fait partie des principes des infrastructures des marchés financiers (*principles for financial market infrastructures* – PFMI –, cf. chapitre 17), comme élément essentiel à la stabilité financière, à laquelle T2S contribue directement.

Dans le cadre du projet de consolidation de TARGET2 et T2S (cf. chapitre 7, section 6), le fonctionnement des DCA va être amélioré. En particulier, il ne sera plus nécessaire de systématiquement transférer en fin de journée la liquidité présente sur les DCA vers les comptes espèces dans TARGET2.

2.3. La centralisation de la liquidité

Afin de satisfaire aux besoins de flexibilité des différents acteurs de marché recourant à T2S, et pour s'adapter aux différents marchés, T2S propose différentes options en matière d'organisation de la gestion espèces. Ainsi, T2S offre la

possibilité de centraliser la liquidité au sein d'un seul compte espèces, et d'utiliser ce compte espèces pour l'ensemble de l'activité de règlement-livraison chez tous les CSD utilisant T2S, et ce sans différence de traitement d'un CSD à un autre ou d'une banque centrale à l'autre, grâce au moteur de règlement-livraison commun.

De manière analogue, la centralisation des titres est possible auprès d'un CSD, tout en utilisant un ou plusieurs comptes espèces, même ouverts au sein de plusieurs banques centrales. Cette centralisation dans des conditions opérationnelles fluides est néanmoins subordonnée à la mise en place de liens opérationnels entre CSD. En outre, ce type de centralisation reste plus difficile à mettre en œuvre du fait de l'harmonisation incomplète des marchés de titres européens (cf. section 7 du présent chapitre).

2.4. Le processus de dénouement

Le moteur de règlement-livraison de T2S opère le dénouement en règlement brut en temps réel avec minimisation des besoins de liquidité, en s'appuyant d'abord sur des algorithmes sophistiqués de dénouement. Les algorithmes permettent de détecter des

chaînes complexes de transactions impliquant différentes contreparties et pouvant être dénouées de façon simultanée, minimisant le risque de goulets d'étranglement, de retards de dénouement et de suspens. T2S opère également du *technical netting*, à savoir le calcul de positions nettes qui permettent à un participant d'acheter des titres en utilisant de la liquidité obtenue par la vente d'autres titres. Ce type d'optimisation est effectué en temps réel pour toutes les instructions en attente de dénouement. Il s'appuie également dans certains cas sur un séquençement des instructions pour gérer une liste d'attente d'instructions éligibles au règlement, prenant en compte les différents niveaux de priorité des instructions. Enfin, il peut appliquer un règlement complet si les titres et les espèces sont en provision suffisante, ou partiel en cas de défaut partiel de titres ou d'espèces.

Ces modules de dénouement de T2S sont complétés par des fonctionnalités sophistiquées d'optimisation du règlement-livraison et de la liquidité consommée, afin de parvenir à la plus grande efficacité et sécurité possible dans le règlement-livraison, tout en ne générant pas de besoins en liquidité insupportables pour les participants.

Encadré n° 2 : La recherche opérationnelle au service des infrastructures de marché

Sur T2S, les deux périodes de règlement-livraison, le jour et la nuit, n'ont pas le même mode de fonctionnement. En phase de jour, entre 5 h et 18 h, les transactions sont réglées au fur et à mesure de leur arrivée dans le système. Lors de la période de nuit, de 19 h 30 à 3 h, les transactions sont traitées par lots. C'est d'ailleurs lors de cette phase de nuit que la majeure partie du nombre de transactions est traitée.

Pour traiter les lots de transactions présentées de nuit, la conception du moteur de règlement de T2S s'est largement appuyée sur des travaux inspirés de la recherche opérationnelle et a débouché sur le développement d'un véritable module d'optimisation mathématique, qui sélectionne les transactions pouvant faire l'objet d'un règlement. Pour être réglée, une transaction doit bien entendu faire l'objet d'une provision et peut être soumise à des règles fonctionnelles complexes comme l'autocollatéralisation ou le règlement partiel. Enfin, la sélection s'effectue en optimisant deux critères : i) le volume, soit le nombre de transactions réglées; et ii) la valeur, la somme des montants réglés.

.../...

Le traitement de ces règles fonctionnelles complexes s'appuie sur les techniques de la recherche opérationnelle, qui permet de les prendre en compte pour déterminer le plus grand ensemble de transactions valides.

La transcription des données issues des règles fonctionnelles sous forme d'équations induit un nombre d'équations et de variables à peu près égal au nombre de transactions. Appliqué à T2S, le résultat est donc un système de plusieurs millions d'équations pour autant de variables. La volumétrie, extrêmement élevée, à traiter en un temps très court (moins d'une heure) augmente de surcroît la difficulté, de même que le fait qu'à l'issue des traitements, un résultat « entier » est attendu (une transaction est soit réglée, soit rejetée; aucun état intermédiaire n'est possible).

Le système d'équations ainsi obtenu est ensuite résolu grâce à un logiciel mathématique dédié. Les propriétés de l'algorithme employé assurent une optimisation globale. En outre, il est possible de connaître en cours d'exécution l'écart entre le règlement courant et le règlement « optimal ». Enfin, ce logiciel est capable de fournir une solution intermédiaire valide en cas d'interruption brutale ou de délai limité.

La modélisation mathématique retenue évite les écueils et biais possibles d'un algorithme « classique », de type GROSS (règlement brut), qui s'exécute selon un ordre prédéfini et pour lequel toutes les interdépendances entre les règles doivent être prévues et couvertes lors du développement. Enfin, la maintenance est simplifiée : un changement de règle fonctionnelle impose uniquement une modification dans le système et non la reconception du traitement dans son ensemble.

Une fois la phase de modélisation effectuée, les résultats ont rapidement été meilleurs que ceux obtenus auparavant par des algorithmes « classiques » de type GROSS. Ce travail a été poursuivi afin de perfectionner les premières expérimentations. Plusieurs méthodes de résolution ont donc été développées pour s'assurer de la pertinence et de la qualité des résultats produits.

2.5. Les fonctionnalités d'optimisation du règlement-livraison et de la liquidité consommée

T2S a pour objectif d'atteindre le plus haut niveau d'efficacité de dénouement possible, en minimisant la consommation de liquidité, en réduisant les suspens titres et espèces, en organisant au mieux les ressources, et en recyclant les instructions pour accroître les possibilités de dénouement. En 2021, le taux de dénouement se situait aux environs de 94 %, en valeur comme en volume (tous CSD participants confondus), ce qui est conforme aux objectifs initialement fixés à T2S en matière d'efficacité du règlement-livraison. Il s'est amélioré au fil des premiers mois d'utilisation effective, et l'Eurosystème comme les CSD et leurs participants veillent à l'améliorer encore, que ce soit par des modifications techniques ou par l'adaptation des pratiques à ce nouvel outil.

L'efficacité du dénouement et la minimisation des besoins de liquidité sont de surcroît améliorées par le recours à d'autres fonctionnalités d'optimisation : le règlement partiel et l'autocollatéralisation. T2S prévoit la possibilité de recourir au règlement partiel durant certaines fenêtres de temps pendant la journée⁸ : par exemple, si les titres sont en quantité insuffisante à un instant t , le règlement-livraison sera effectué par T2S sur la quantité de titres disponibles, et la quantité résiduelle sera dénouée ultérieurement.

T2S offre en outre la possibilité de recourir à l'autocollatéralisation, inspirée de la gestion de la liquidité qui prévalait dans les systèmes de règlement-livraison français. Ce mécanisme permet aux banques titulaires d'un DCA, appelées banques de paiement, d'obtenir de la liquidité auprès d'une banque centrale, en échange de titres éligibles aux opérations de refinancement de la banque

⁸ Le nombre des fenêtres de règlement partiel a été augmenté depuis la mise en production de la plateforme en juin 2015 et s'élève désormais à cinq. Celles-ci ont lieu à 8 h, 10 h, 12 h, 14 h et 14 h 15 durant 15 minutes.

centrale nationale concernée (banque centrale nationale de l'Eurosystème ou banque centrale du Danemark, en fonction de la monnaie de règlement). C'est « l'autocollatéralisation banque centrale », qui permet la fourniture automatique de liquidité par octroi par la BCN d'un crédit intrajournalier, garanti par du collatéral éligible. Les participants des CSD en environnement T2S peuvent ainsi bénéficier de liquidité dans le courant de la journée, ce qui permet de dénouer plus facilement les transactions et, partant, d'améliorer le taux de dénouement.

Cette autocollatéralisation s'appuie sur :

- des titres appartenant d'ores et déjà au participant, on parle alors d'autocollatéralisation sur stock ;
- les titres qui font l'objet de la transaction, on parle alors d'autocollatéralisation sur flux.

Ce mécanisme essentiel à l'optimisation de la liquidité repose en particulier sur le recours au règlement en monnaie de banque centrale, cette dernière étant à même d'octroyer du crédit intrajournalier aux banques de paiement, de façon efficace et sécurisée.

Cette possibilité d'une gestion optimisée a été étendue par les banques de paiement à leurs propres clients. On parle alors de « collatéralisation client », rendue possible par les fonctionnalités de T2S.

2.6. Le traitement d'une transaction par T2S

Les participants des CSD ont la possibilité de recourir à T2S soit via leur CSD – c'est une connexion indirecte à T2S –, soit directement, pour ceux qui ont choisi le statut de *directly connected participants* (DCP).

Pour les participants connectés indirectement à T2S, il n'y a pas de changement par rapport à la situation antérieure à T2S, puisqu'ils peuvent continuer à n'avoir de relation qu'avec leur CSD, qui redirige leurs transactions vers T2S pour règlement-livraison. Quant aux DCP, ils font parvenir

directement leurs ordres de paiement et de transfert de titres à T2S. Les DCP sont des utilisateurs T2S qui ont été certifiés par l'Eurosystème et autorisés par un CSD ou une BCN à se relier techniquement directement à T2S pour en utiliser les services, sans avoir besoin de recourir à l'interface technique d'un CSD et/ou d'une BCN.

Si les instructions n'ont pas été appariées (*matched*) par le CSD utilisateur de T2S, T2S effectue cet appariement (*matching*) de l'instruction avec l'instruction correspondante reçue de la contrepartie du participant (achat de titres contre paiement des espèces d'un côté ; vente des mêmes titres et réception du même montant d'espèces de l'autre). Lorsque la date à laquelle le règlement doit avoir lieu est atteinte, la plateforme T2S s'assure que les comptes titres et les comptes espèces dédiés dans T2S sont suffisamment approvisionnés pour que la transaction puisse être réglée. Si c'est le cas, T2S effectue le règlement-livraison de ladite transaction.

2.7. La journée opérationnelle

Une journée opérationnelle T2S (J) commence en J-1 à 18 h 45. Elle se termine à 18 h 45 en J. Elle comprend notamment des phases de fin et de début de journée.

Le processus de fin de journée (*end of day*), de 18 h à 18 h 45, clôture le règlement-livraison de la journée, permet de préparer le recyclage (à la journée de règlement suivante) des instructions présentes dans le système mais non encore dénouées à la fin de la journée – qui s'est achevée avec le *cut-off* de 18 h – et permet la purge de certaines instructions, notamment celles qui n'ont pas pu être appariées dans les 20 jours suivant leur entrée dans le système. Il prépare également les rapports et relevés de comptes de fin de journée. Une fois ces opérations de préparation de la journée suivante achevées, le processus de début de journée (*start of day*) peut alors commencer. Il se déroule de 18 h 45 à 20 h et permet de modifier la date, de revalider les instructions en attente de dénouement, d'effectuer la mise à jour de

certaines données référentielles et la préparation du cycle de nuit.

2.8. Le règlement-livraison transfrontière

Comme indiqué précédemment, T2S rend le règlement-livraison transfrontière identique, en matière de coûts, risque et processus technique, au règlement-livraison dit « domestique », puisqu’il localise les comptes titres de plusieurs CSD et les comptes espèces (en euros) de plusieurs BCN au sein d’une plateforme technique unique. Il permet d’intégrer fortement le règlement-livraison de titres au sein de l’Union européenne. En effet, avant T2S, un participant était obligé de recourir à plusieurs CSD, eux-mêmes possiblement liés à d’autres CSD, pour accéder aux différents marchés, ou bien de passer par un intermédiaire (dépositaire ou *custodian*) qui traitait les spécificités de chaque marché. Le schéma ci-après donne une illustration de cette architecture.

À l’inverse, T2S se présente donc comme un « hub » au centre du processus du

règlement-livraison en euros⁹, auquel sont reliés les CSD permettant un règlement-livraison transfrontière aussi efficace que le règlement-livraison domestique.

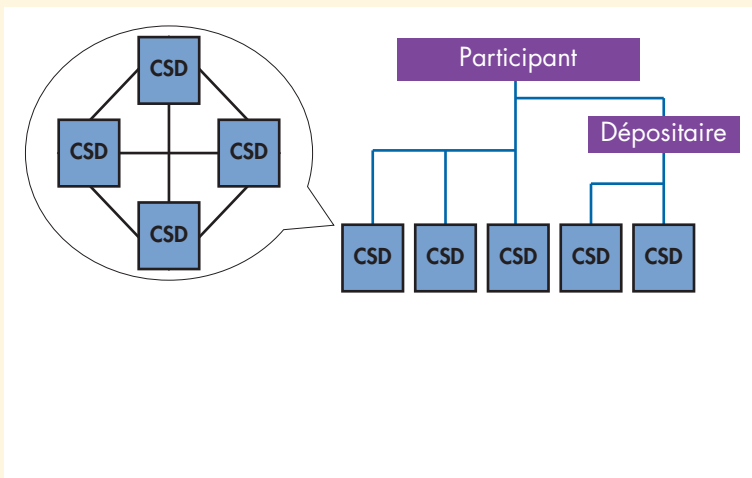
La circulation transfrontière des titres dans T2S repose essentiellement sur l’établissement de liens entre les CSD, qui sont techniquement mis en œuvre sur la plateforme T2S (comptes ouverts par un CSD investisseur dans les livres d’un CSD émetteur pour refléter les avoirs de ses participants pour un titre donné). L’ouverture des liens reste de la seule responsabilité des CSD, à qui il revient d’évaluer leur opportunité en matière d’activité, et de les mettre juridiquement en place entre eux (cf. *infra* et chapitre 13, section 3.2).

En effet, un des moyens pour des investisseurs établis dans un marché d’accéder aux titres émis dans d’autres marchés est de recourir aux liens entre son CSD « national » (dit « CSD investisseur ») et des « CSD émetteurs ». Cette possibilité préexistait à T2S aussi bien en Europe qu’avec des CSD d’autres continents, mais ces liens n’étaient que très peu utilisés, quasi exclusivement

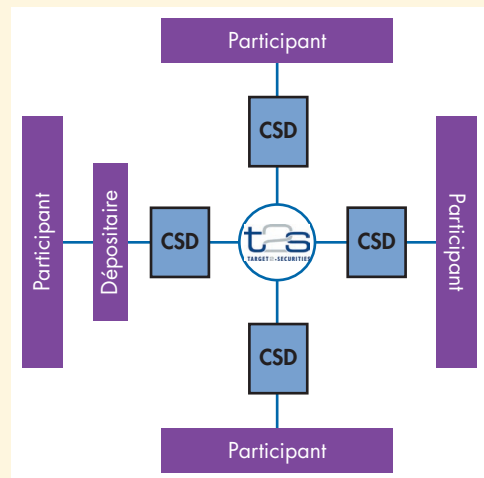
⁹ Ou en toute autre devise pour laquelle la banque centrale d’émission aurait décidé de rejoindre T2S.

Architecture du règlement-livraison entre dépositaires

a) Sans T2S



b) Avec T2S



Encadré n° 3 : Les liens entre CSD

Un lien entre systèmes de règlement des titres est un ensemble d'arrangements techniques et juridiques pour le transfert de titres entre systèmes.

Un lien direct est un compte ouvert par un dépositaire central de titres (ou *central securities depository*, CSD), appelé CSD investisseur, dans les livres d'un autre CSD, appelé CSD émetteur, afin de faciliter le transfert de titres entre les participants de ces CSD. Les liens peuvent être directs ou relayés, c'est-à-dire impliquant un CSD intermédiaire.

L'Eurosystème évalue périodiquement les liens entre CSD afin de déterminer s'ils peuvent être utilisés par ses contreparties. En juillet 2022, on dénombrait 63 liens éligibles directs et 38 liens éligibles relayés.

		Belgique	Danemark	Allemagne	Grèce	Espagne	France	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Slovaquie	Slovénie	Finlande	Rép. tchèque	Portugal						
CSD investisseur	CSD émetteur	Euroclear Bank	NBB-SSS	Euronext Securities Copenhagen	Clearstream Banking AG (CBF) : CBF-CREATION	CBF-CASCADE	BOGS	Iberclear-ARCO	Euroclear France	Euronext Securities Milan	Clearstream Banking S.A. (CBL)	LuxCSD	MaltaClear	Euroclear Nederland	OeKB CSD GmbH	CDCP	KDD	Euroclear Finland	CSD Prague	Euronext Securities Porto	Nombre de liens directs par CSD investisseur	Nombre de liens relayés par CSD investisseur	
		Belgique	Euroclear Bank	D	D																		
	NBB-SSS																					0	0
Danemark	Euronext Securities Copenhagen																					0	0
Allemagne	Clearstream Banking AG (CBF) : CBF-CREATION	R	R		R	R	R	R	R	D	R		R	R	R	R	R					1	13
	CBF-CASCADE	D	D				D	D	D	D	D	D	D	D			R		D			12	1
Grèce	BOGS				D																	1	0
Espagne	Iberclear-ARCO				D			D	D				D	D						D		6	0
France	Euroclear France	D	D		D		D		D					R								5	1
Italie	Euronext Securities Milan	D	D		D	D	D	D		D			D	D								9	0
Luxembourg	Clearstream Banking S.A. (CBL)	D	R	R	D	R	R	R	R	R	D	R	R	R	R	D	D	D		R		6	10
	LuxCSD	R	R	R	D	R	R	R	R	R	R	R	R							R		1	12
Malte	MaltaClear				D																	1	0
Pays-Bas	Euroclear Nederland	D																				1	0
Autriche	OeKB CSD GmbH				D			D				D										3	0
Slovaquie	CDCP																					0	0
Slovénie	KDD																					0	0
Finlande	Euroclear Finland																					0	0
Rép. tchèque	CSD Prague																					0	0
Portugal	Euronext Securities Porto	R			D			D				D										3	1
Nombre de liens directs par CSD émetteur		4	4	2	0	10	3	3	5	5	4	3	1	6	4	2	2	2	1	2	63		
Nombre de liens relayés par CSD émetteur		1	4	3	0	1	3	3	3	3	1	1	2	3	4	1	1	2	0	2	38		

Sources : BCE (<https://www.ecb.europa.eu/paym/>), Banque de France.

pour les échanges FOP¹⁰, et très peu pour les échanges DVP en monnaie centrale. T2S facilite grandement la mise en place de liens entre CSD qui y participent, et notamment des liens DVP grâce à l'harmonisation technique et opérationnelle qu'il induit entre ces CSD. La mise en place de liens entre CSD participant à T2S devrait ainsi s'intensifier au cours des prochaines années. La plateforme T2S permet donc, toutes choses égales par ailleurs, une meilleure circulation transfrontière des titres (notamment du collatéral), et participe directement à l'objectif de pallier la fragmentation des marchés.

Toutefois, à ce stade, tous les CSD n'offrent pas la fonction de CSD investisseur (en mettant en place des liens avec d'autres CSD), car cette fonction suppose de fournir aux participants d'un tel CSD investisseur non seulement les services de R/L, ce que T2S facilite grandement, mais aussi tout l'*asset servicing* (tout ce qui relève de la vie des titres détenus, comme le traitement des OST, la gestion de la fiscalité des titres, etc.) qui accompagne l'accès aux titres émis via un autre CSD, ce qui est beaucoup plus complexe et coûteux.

2.9. La finalité des règlements en T2S

La directive Finalité (*Settlement Finality Directive*, SFD) organise la protection des instructions entrées dans un système notifié en cas de défaillance (ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire) d'un participant (pour plus de détails sur la SFD, cf. chapitre 5, section 3.3). Toutes les parties prenantes à T2S, CSD et banques centrales, se sont accordées sur des règles communes en la matière :

- une instruction est considérée comme entrée dans le système (moment « SF1 ») lors de sa validation dans T2S ;
- une instruction devient irrévocable (moment « SF2 ») lors de son appariement (*matching*) dans T2S (elle ne peut plus être modifiée ou supprimée par aucune des deux contreparties seule, mais peut l'être en cas d'accord bilatéral de ces dernières) ;

- T2S en assure ensuite le règlement (moment « SF3 »), c'est-à-dire l'étape à partir de laquelle l'opération ne peut plus être annulée dans le système.

Ces règles communes apportent une sécurité juridique accrue, en particulier pour les opérations transfrontières. Chaque CSD a adapté sa documentation contractuelle en conséquence au moment de sa migration à T2S.

3. Les CSD et banques centrales ayant décidé de participer à T2S

Aux côtés des banques centrales de l'Eurosystème et de la Danmarks Nationalbank (Banque centrale du Danemark), 21 CSD européens nationaux se sont engagés à utiliser T2S à compter de son démarrage. Ils ont signé, dès juillet 2012, un accord-cadre, le T2S Framework Agreement, précisant les responsabilités de l'Eurosystème et des CSD participant à T2S, et en particulier le fait que chaque CSD demeure responsable, selon les lois de sa propre juridiction, de la gestion dans T2S des comptes titres de ses clients. Les soldes de ces comptes titres sont des données enregistrées dans T2S, et accessibles aux CSD et à leurs utilisateurs en temps réel, pour enregistrement dans leurs propres systèmes.

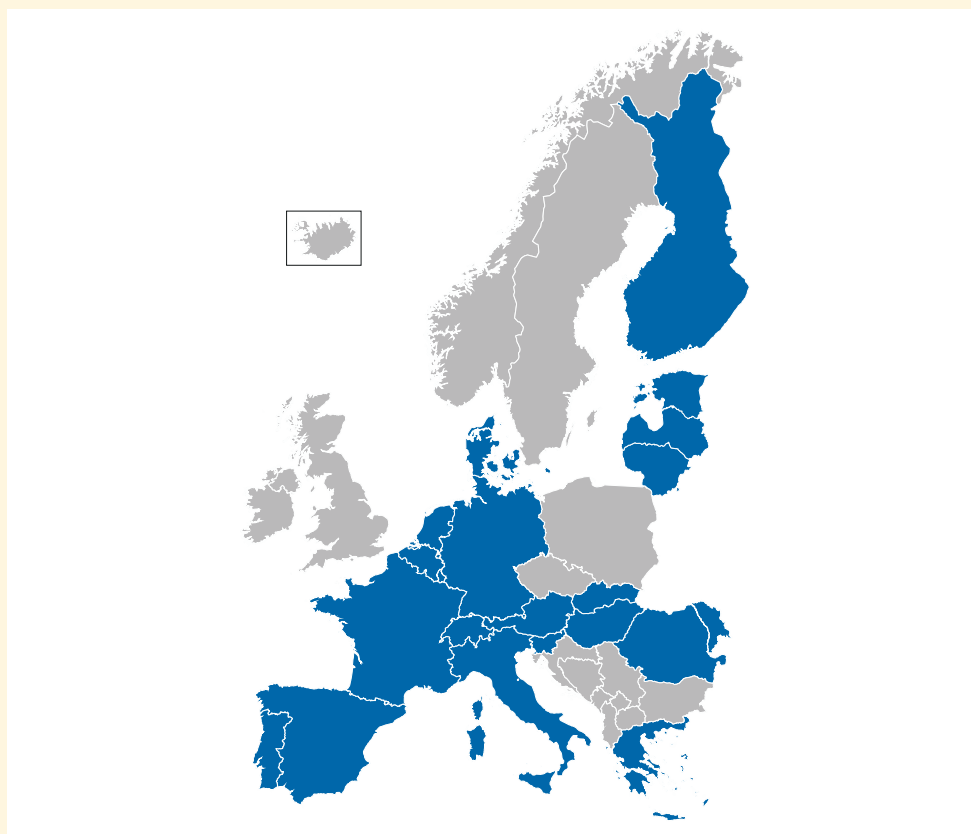
Le CSD français Euroclear France a migré à T2S en septembre 2016, conjointement avec les CSD des Pays-Bas et de Belgique (appartenant au groupe Euroclear), qui partageaient la même plateforme de règlement-livraison ESES.

Quelques CSD de la zone euro n'utilisent pas les services de T2S, pour différentes raisons. On peut citer notamment le ICSD Clearstream Banking Luxembourg (cf. chapitre 12), tandis que le ICSD Euroclear Bank a annoncé en 2021 son intention de rejoindre T2S. La migration à T2S aura lieu par étapes et est actuellement en cours de préparation¹¹. Quant au CSD allemand Clearstream Banking Frankfurt, il n'a migré en février 2017 que son système en monnaie de banque centrale (CBF-Système), le système en monnaie de banque commerciale (CBF-Creation) restant en dehors de T2S.

¹⁰ En anglais, *free of payment*. En français, livraison franco de paiement (cf. chapitre 13).

¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/news/>

Encadré n° 4 : Pays dont un CSD participe à T2S



Source : BCE. <https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/>

- Allemagne : Clearstream Banking A.G.
- Autriche : OeKB CSD
- Belgique : Euroclear Belgium
- Belgique : National Bank of Belgium Securities Settlement System (NBB-SSS) [titres d'État]
- Danemark : EuroNext Securities Copenhagen
- Espagne : Iberclear – BME Group
- Estonie : Nasdaq CSD
- France : Euroclear France
- Grèce : Bank of Greece Securities Settlement System (BOGS)
- Hongrie : Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt. – KELER
- Italie : EuroNext Securities Milan
- Lettonie : Nasdaq CSD
- Lituanie : Nasdaq CSD
- Luxembourg : LuxCSD SA
- Malte : Malta Stock Exchange
- Pays-Bas : Euroclear Netherlands
- Portugal : EuroNext Securities Porto
- Roumanie : Depozitarul Central S.A.
- Slovaquie : Centrálny depozitár cenných papierov SR, a.s.
- Slovaquie : Narodny Centralny Depozitar Cennych
- Slovénie : KDD – Centralna klirinško depotna družba, d.d.
- Suisse : SIX SIS Ltd

À l'inverse, plusieurs CSD établis dans des pays en dehors de la zone euro ont choisi de participer à T2S. C'est le cas par exemple des CSD suisse, hongrois, roumain, qui ont migré pour le règlement-livraison de leurs opérations en euros, mais pas pour leurs opérations en devises nationales à ce stade. T2S a été conçue dès l'origine comme une plateforme multidevises, ce qui a permis d'accueillir des transactions en couronne danoise à compter d'octobre 2018, en plus des transactions en euros qui sont traitées depuis la mise en production de la plateforme ; d'autres devises pourraient suivre à moyen terme.

Des participations « sur mesure » ou des schémas adaptés de détention de titres peuvent être prévus pour quelques cas particuliers, comme celui du marché polonais, qui n'a pas encore migré à l'euro¹², ou du marché irlandais¹³.

4. La mise en production progressive de T2S et son activité en 2020

Afin de permettre une montée en charge progressive de T2S, la migration des CSD à T2S s'est opérée en cinq vagues successives, qui se sont étalées entre juin 2015 et septembre 2017.

Au-delà de ces cinq vagues de migration initiales, les CSD souhaitant ultérieurement rejoindre T2S pourront le faire après notamment une phase de tests techniques conduits en coopération avec l'Eurosysteme et leurs participants, comme cela a été le cas des autres CSD. C'est le cas, entre autres, d'Euroclear Finlande, qui doit rejoindre T2S à l'horizon 2023. En matière de procédure, la demande d'accès est analysée par le MIB, qui propose au Conseil des gouverneurs de valider ou non la requête du CSD.

La quatrième vague de migration en février 2017 a entraîné une forte augmentation des volumes moyens quotidiens réglés par T2S, qui sont restés stables à ce niveau élevé dans les mois qui ont suivi. En 2021, T2S a effectué le règlement-livraison de plus de 187 millions de transactions pour une valeur totale de plus de 178 trillions d'euros. Cela correspond à une moyenne quotidienne de 726 271 transactions pour une valeur moyenne journalière de 691,1 milliards d'euros¹⁴.

12 En l'absence de migration du CSD national, la banque centrale polonaise (NBP) n'avait pas prévu de migrer à T2S pour la gestion de ses comptes espèces. Néanmoins certains acteurs du marché polonais ont demandé à la NBP la possibilité d'ouvrir dans ses livres des comptes espèces en euros pour les règlements dans T2S. Dans la mesure où le CSD polonais ne rejoint pas T2S, les comptes espèces précités seront liés aux comptes titres ouverts dans les livres du CSD autrichien.

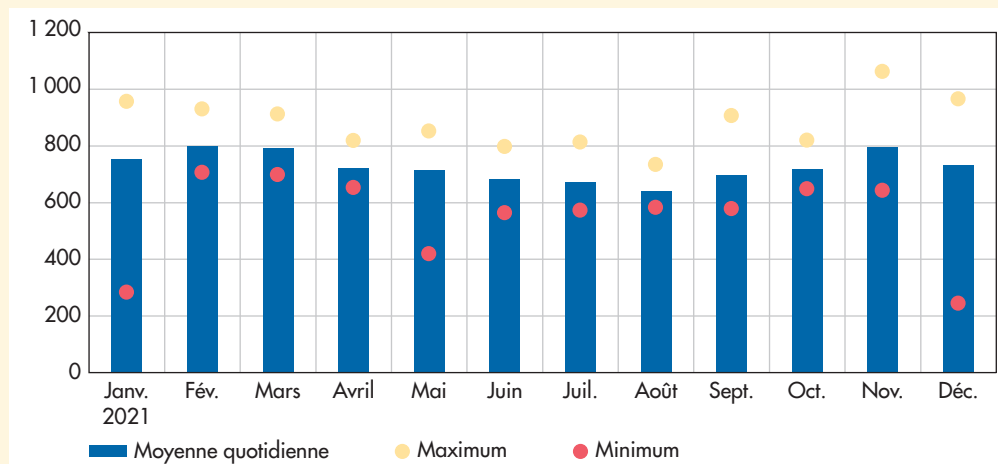
13 L'Irlande est le seul pays européen à ne pas encore avoir de CSD national, car les titres irlandais utilisent la plateforme CREST du CSD Euroclear UK & Ireland. Comme les marchés irlandais et britannique ont décidé de ne pas migrer à T2S, le marché irlandais a demandé que les titres irlandais soient admis dans T2S via les CSD de la plateforme ESES, en tant que CSD investisseur. Dans un contexte post-Brexit, la banque centrale d'Irlande étudie les différentes options possibles, y compris la création d'un CSD irlandais.

14 D'après le Rapport annuel T2S 2021. <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/>

Vague 1 22 juin 2015 - 31 août 2015	Vague 2 29 mars 2016	Vague 3 12 septembre 2016	Vague 4 6 février 2017	Vague finale 18 septembre 2017
Bank of Greece Securities Settlement System (BOGS)	Interbolsa (Portugal)	Euroclear Belgium	Centrálny depozitár cenných papierov SR (CDCP) (Slovaquie)	Nasdaq CSD (regroupant les CSD des pays baltes)
Depozitarul Central (Roumanie)	National Bank of Belgium Securities Settlement System (NBB-SSS)	Euroclear France	Clearstream Banking (Allemagne)	Iberclear (Espagne)
Malta Stock Exchange		Euroclear Nederland	KDD – Centralna klirinško depotna družba (Slovénie)	
Monte Titoli (Italie)		VP Lux (Luxembourg)	KELER (Hongrie)	
SIX SIS (Suisse)		VP Securities (Danemark)	LuxCSD (Luxembourg)	
			OeKB CSD (Autriche)	

Graphique 1 : Transactions réglées en volume moyen quotidien, avec les volumes quotidiens les plus élevés et les plus bas en 2021

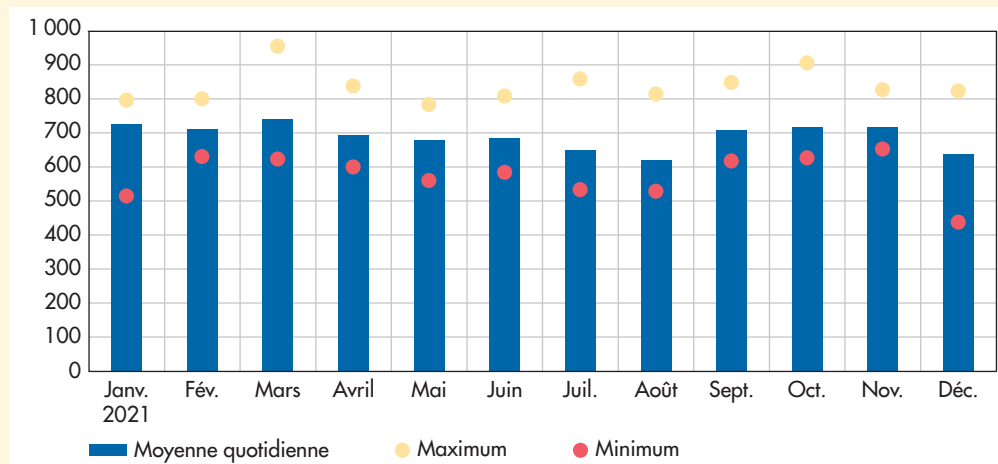
(nombre de transactions en milliers, moyenne quotidienne)



Source : Rapport annuel T2S 2021. <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/>, chart 2.

Graphique 2 : Transactions réglées en valeur moyenne quotidienne, et valeurs quotidiennes les plus élevées et les plus basses en 2021

(valeur des transactions en milliards d'euros, moyenne quotidienne)

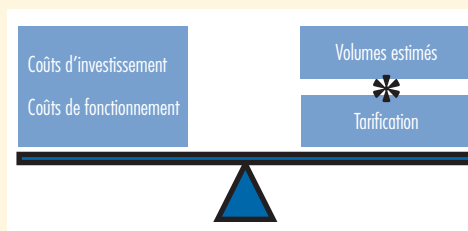


Source : Rapport annuel T2S 2021. <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/>, chart 7.

5. Le financement de T2S

L'Eurosystème, ayant financé la construction de la plateforme T2S, a vocation à recouvrer la totalité des coûts. Le recouvrement des coûts sera atteint lorsque les revenus perçus depuis le lancement de la plateforme, et résultant de son utilisation par les participants (CSD, banques centrales, établissements de crédit disposant de comptes titres et comptes espèces), couvriront les coûts de développement et les coûts opérationnels. L'atteinte de

Le principe de recouvrement des coûts T2S



Source : BCE.

cet équilibre devrait intervenir d'ici fin 2029, d'après les projections récentes.

Les principes suivants ont été suivis pour la facturation :

- Pas de recherche de bénéfice mais objectif de couverture totale des coûts fondée sur une estimation des volumes ;
- Politique tarifaire simple et transparente ;
- Égalité des prix pour tous les CSD nationaux ;
- Pas de dégressivité en fonction des volumes ;
- Stabilité de la structure tarifaire : la tarification a été décidée par le Conseil des gouverneurs en 2010, fixant un prix unique du règlement-livraison d'une instruction à 15 centimes d'euro pour la période de la mise en production de T2S jusqu'à décembre 2018. Elle avait été fixée en fonction des projections alors établies de volumétries de règlement-livraison. En juin 2018, le Conseil des gouverneurs a jugé qu'une hausse des tarifs était nécessaire pour maintenir le principe de couverture totale des coûts. Ainsi, depuis le 1^{er} janvier 2019, le coût d'un règlement-livraison en DVP est fixé à 19,5 centimes d'euro par instruction, soit une hausse de 4,5 centimes qui reflète des volumes effectifs plus faibles que les volumes initialement anticipés. De plus, un supplément temporaire de 0,04 euro est actuellement facturé. À fin 2022, le prix unitaire d'une instruction DVP s'élève donc à 0,235 euro. Cette tarification aura vocation, le cas échéant, à être réévaluée de nouveau, selon les volumes réellement dénoués sur la plateforme.

6. La surveillance de T2S

Bien que T2S ne soit pas formellement considéré comme un système de règlement de titres, le caractère systémique de T2S en tant que plateforme technique de

règlement-livraison a conduit l'Eurosysteme à lui appliquer un dispositif de surveillance analogue à celui des systèmes de règlement de titres (cf. chapitre 13).

La surveillance de T2S est ainsi opérée de façon conjointe par les banques centrales nationales et les autorités des marchés financiers des différentes juridictions dans lesquelles un CSD au moins s'est engagé contractuellement à externaliser son service de règlement-livraison à T2S, avec une coprésidence de cette instance coopérative du groupe de surveillance par la BCE et par l'ESMA. Les 19 CSD ayant migré à T2S sont établis dans 20 États membres de l'Union européenne et de l'Espace économique européen : le groupe de surveillance réunit donc les autorités compétentes de ces 20 États membres, en plus de l'ESMA et de la BCE.

Une évaluation préliminaire de T2S au regard des normes ESCB-CESR¹⁵ s'est achevée début 2014, puis a été publiée par la BCE et l'ESMA. L'évaluation de certaines normes était restée ouverte, en particulier celle sur la finalité du règlement, dans l'attente de règles communes, finalisées et juridiquement opposables aux tiers. Cela a été fait avec l'entrée en vigueur en mars 2018 d'un accord, appelé *Collective Agreement*, entre chacune des banques centrales et chacun des CSD participant à T2S, et permettant d'harmoniser les trois moments de finalité entre ces différents acteurs. Depuis, la surveillance de la partie « espèces » de T2S fait partie de l'évaluation globale de TARGET2¹⁶, car les comptes espèces sont juridiquement ouverts dans les systèmes nationaux composant TARGET2 (par exemple TARGET2-Banque de France), et s'effectue au regard des principes des infrastructures des marchés financiers (*principles for financial market infrastructures* – PFMI –, cf. chapitre 18).

La partie « espèces » de T2S mise à part, l'évaluation de T2S s'effectue également au regard des PFMI. L'opérateur de T2S fournit dans un premier temps une auto-évaluation en répondant à un questionnaire ;

15 Les normes ESCB-CESR étaient des normes non contraignantes adoptées par les régulateurs européens pour la surveillance notamment des CSD et des SSS. Elles ont été remplacées à compter de l'entrée en vigueur du règlement CSDR, par ce dernier pour ce qui concerne les CSD et les SSS.

16 Le rapport de l'évaluation de TARGET2 par rapport aux PFMI est consultable : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/>

l'évaluation finale est conduite sur la base de cette auto-évaluation, analysée de façon critique en la confrontant notamment à l'ensemble de la documentation T2S (éléments contractuels, manuels opérationnels, etc.). Un certain nombre de sujets font l'objet d'une évaluation pour la première fois sur le fond, notamment la finalité des règlements en T2S grâce à la signature d'un accord de principe par l'ensemble des CSD et banques centrales participant à T2S, et une transposition concrète de ces principes par des procédures communes et la livraison de nouvelles fonctionnalités en T2S. En 2018, la BCE a ainsi lancé le premier exercice d'évaluation de T2S depuis ses débuts opérationnels, concluant que T2S était largement conforme aux PFMI. Un plan d'action tenant compte des remarques formulées par le rapport a été mis en œuvre dès 2019, dans le but d'améliorer la résilience et l'efficacité de T2S.

7. Les exemples concrets d'harmonisation par T2S et les autres vecteurs d'unification des marchés, bénéfiques de T2S

7.1. L'harmonisation imposée par T2S et la gouvernance associée

Pour T2S, le principal objectif de l'harmonisation a été d'exclure les spécificités nationales du fonctionnement opérationnel de T2S. C'est pourquoi, dans le cadre de la gouvernance de T2S, des actions ont été mises en œuvre afin de favoriser la création d'un seul corpus de règles pour les processus post-marché dans la communauté T2S et de contribuer ainsi à l'intégration financière en Europe. Concrètement, l'harmonisation a d'abord avancé sur la base des fonctions dont l'harmonisation était nécessaire pour ne pas avoir à développer dans T2S des spécificités « locales » pour les éléments constituant le cœur du système (ce qui aurait été une tâche impossible). T2S a ainsi d'ores et déjà largement contribué à l'harmonisation du post-marché en Europe en spécifiant certaines fonctionnalités, telles

que l'utilisation standardisée de certains champs pour l'appariement, de manière à ce que les différents acteurs puissent accéder de manière harmonisée à tous les marchés de T2S. De la même manière, T2S a imposé un standard de communication unique, les messages ISO 20022 (cf. chapitre 7).

Ainsi, par le simple fait de migrer à T2S, un grand nombre de marchés ont automatiquement adopté certains standards intégrés dans l'environnement de T2S, tels que :

- messages ISO 20022 ;
- champs d'appariement ;
- journée opérationnelle et calendrier ;
- définition des trois « moments » de finalité : le moment où l'instruction de règlement-livraison entre dans T2S, le moment où cette instruction devient irrévocable (ne peut plus être modifiée par l'une ou l'autre des parties sans l'accord de l'autre), et le moment où le règlement-livraison est effectué.

Cette harmonisation s'est appuyée sur le travail des différents groupes de la gouvernance de T2S, cherchant à unifier des pratiques de marché, ainsi que sur le cadre juridique et réglementaire nécessaire au bon fonctionnement de T2S. Le T2S Advisory Group puis l'AMI-SeCo ont en particulier mandaté le T2S Harmonisation Steering Group (HSG) pour promouvoir l'harmonisation post-marché, surveiller la diffusion des standards au sein des marchés T2S et identifier les difficultés de mise en œuvre, de manière à favoriser les bonnes pratiques de marchés.

Les marchés de T2S sont ainsi régulièrement évalués par le HSG quant au respect de leurs activités techniques, réglementaires et de marché vis-à-vis de 17 standards d'harmonisation identifiés dans un premier rapport¹⁷, en juillet 2011. Deux grandes catégories de standards avaient été identifiées : i) d'une part les standards dits « de priorité 1 », considérés comme nécessaires au bon

¹⁷ <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/>

fonctionnement de T2S et donc considérés comme des prérequis au lancement opérationnel du système ; ii) d'autre part les standards dits « de priorité 2 », représentant des objectifs d'harmonisation de plus long terme¹⁸ et qui n'étaient donc pas considérés comme des prérequis pour le lancement de T2S. La définition et le suivi de la mise en œuvre de ces standards ont cependant démarré concomitamment. Les standards de priorité 1, dont la mise en œuvre n'est pas encore complète, continuent à être soumis à un suivi de la part du HSG. La mise en œuvre des standards de priorité 2, dont certains aspects sont beaucoup plus complexes, devrait permettre à terme de tirer tous les bénéfices de la plateforme technique T2S.

Le HSG produit un rapport d'avancement annuel de l'harmonisation T2S qui indique l'état d'harmonisation de chaque marché. Le douzième rapport d'avancement, publié début 2022¹⁹, montre que les différents marchés nationaux connectés à T2S ont amélioré leur conformité globale au cours des dernières années. Toutefois, il montre également que l'harmonisation de certains domaines reste difficile, comme en témoigne l'exemple des standards relatifs aux OST (opérations sur titres²⁰), dû aux différences nationales dans la gestion et les processus des OST.

La gestion des OST n'entre pas dans le périmètre de T2S, mais T2S offre des fonctionnalités aux CSD pour une gestion efficace des OST. Bien que T2S dispose d'outils flexibles adaptables aux différents modèles de gestion des OST, il existe un besoin d'harmonisation en la matière. Il est particulièrement sensible pour les transactions transfrontières, où les titres sont détenus dans plusieurs CSD et où les transactions ont lieu entre plusieurs CSD.

Dans ce but, le HSG a créé un sous-groupe (Corporate Actions Sub-group, CASG) composé d'experts des CSD, des CCP et des participants. Ce groupe est dédié à la définition et à l'analyse des standards relatifs aux OST, et à la surveillance des marchés T2S pour la mise en œuvre de règles standards

pour les processus OST. Le CASG produit également un rapport annuel d'analyse de conformité de chaque marché aux standards OST dans T2S. Le CASG coexistait avec un groupe de la Place travaillant sur les mêmes questions. Les deux entités ont été remplacées courant 2020 par le Corporate Events Group (CEG).

7.2. Les travaux d'harmonisation restant à accomplir au-delà de T2S

Le projet T2S a permis de supprimer un nombre important des 15 barrières Giovannini pour les marchés concernés, notamment grâce aux caractéristiques techniques communes qui s'imposent aux CSD ayant choisi de participer à T2S et, par conséquent, aux marchés que ces CSD servent. Le tableau en page suivante donne un aperçu de la façon dont T2S ainsi que, par ailleurs, le règlement européen CSDR (cf. chapitre 12) contribuent à la suppression des barrières Giovannini.

Toutefois, certaines de ces barrières se sont révélées difficiles à éliminer, ce qui s'est traduit par un développement très limité du règlement-livraison transfrontière entre CSD nationaux, en monnaie de banque centrale. La tendance à l'unification des marchés doit donc être complétée, l'opportunité de poursuivre et d'accélérer le processus d'harmonisation a commencé à se concrétiser dans le cadre du projet d'Union des marchés de capitaux (UMC, en anglais Capital Markets Union – CMU). Un des volets de cette initiative lancée par la Commission européenne en 2015 a consisté en la mise en place début 2016 d'un groupe d'experts du post-marché – l'European Post Trade Forum (EPTF) – afin d'aider la Commission européenne à élaborer des propositions législatives et d'autres initiatives dans le post-marché, y compris les services de gestion de collatéral, conformément à l'objectif global de l'UMC de développer le financement et l'investissement financier transfrontière au sein de l'Union européenne (UE). L'EPTF a produit un rapport²¹ en mai 2017 sur l'impact des évolutions réglementaires sur les barrières techniques, juridiques et fiscales aux activités de post-marché identifiées par le

18 L'harmonisation juridique, les standards des OST, la place d'émission, les procédures fiscales, la transparence de l'actionariat nominatif, l'accès au marché, le transfert de portefeuille.

19 AMI-SeCo (2022), *12th T2S Harmonisation Progress Report – Harmonisation of European securities settlement and collateral management arrangements*, février.

20 Par exemple le paiement des dividendes, des remboursements (*redemptions*) de titres, des divisions de titres (*stock split*), etc.

21 <https://ec.europa.eu/info/publications/>

Barrières Giovannini	Contribution de la plateforme T2S à la suppression de la barrière	Contribution de CSDR à la suppression de la barrière
Différences au niveau IT (<i>Information Technology</i>)	Oui	Non
Restrictions au niveau national quant au lieu de la compensation et du règlement-livraison	Oui	Non
Différences dans les règles régissant les opérations sur titres	Oui ^{a)}	Oui ^{a)}
Finalité intrajournalière du règlement-livraison	Oui	Oui
Obstacles à l'accès à distance aux systèmes nationaux de compensation et de règlement-livraison	Oui	Non
Harmonisation des heures d'ouverture des systèmes de règlement-livraison pour l'ensemble des marchés actions de l'Union européenne	Oui	Oui
Harmonisation des heures de fonctionnement et des horaires limites de règlement avec TARGET	Oui	Non
Différences nationales dans les pratiques de marché relatives aux émissions des titres	Non	Oui ^{a)}
Restrictions au niveau national quant à la localisation des titres	Non	Oui
Restrictions sur l'activité des spécialistes en valeurs du Trésor et celles des teneurs de marché	Non	Non
Tous les intermédiaires financiers situés dans l'Union européenne devraient pouvoir offrir des services d'agent fiscal dans l'ensemble des États membres	Non	Non
Suppression de toute disposition stipulant que le recouvrement des taxes sur les transactions de titres est exécuté par des systèmes nationaux, afin d'assurer un niveau de service identique aux investisseurs locaux et étrangers	Non	Non
Absence d'un cadre dans l'Union européenne pour la gestion des titres	Non	Non
Différences nationales dans le traitement juridique de la compensation (<i>netting</i>) bilatéral des transactions financières	Non	Non
Différences nationales dans l'application inégale des règles relatives aux conflits de loi	Non	Non

a) La migration de T2S ou la mise en vigueur de CSDR a un effet positif pour la suppression de la barrière.
 Source : BCE, « Contribution de T2S et de CSDR à la suppression des barrières Giovannini ».

groupe Giovannini. Il a par ailleurs identifié de nouvelles barrières ou freins à la fourniture et à l'utilisation des services de post-marché dans la perspective de l'UMC. Il a en particulier listé six barrières (certaines d'entre elles ayant déjà été identifiées en 2001 lors des travaux du groupe Giovannini), dont la suppression revêt une priorité haute : i) l'inefficacité de la gestion du prélèvement à la source ; ii) les incohérences juridiques ; iii) la gestion fragmentée des OST et du processus des assemblées générales ; iv) l'application incohérente des règles de

ségrégation ; v) le manque d'harmonisation dans les règles et les processus d'enregistrement et d'identification des investisseurs ; et enfin vi) la complexité de la structure de reporting post-marché.

À la suite de la publication du rapport de l'EPTF, la Commission européenne a lancé une consultation à l'automne 2017 pour recueillir l'avis des acteurs de marché sur les besoins d'harmonisation en matière de post-marché²². Les participants européens à cette consultation ont insisté sur la

22 <https://ec.europa.eu/info/consultations/>

nécessité de réduire les barrières juridiques (par exemple le droit des titres), opérationnelles (transactions transfrontières et liens d'interopérabilité), et de marché (par exemple, la difficulté de l'enregistrement dans certains pays pour des opérations sur le marché primaire). Si les réponses mettent en avant les progrès de l'harmonisation et la réduction des coûts du règlement-livraison permis par T2S ou CSDR, elles soulignent le besoin de fournir davantage d'efforts pour bénéficier de tous les avantages des nouvelles règles et infrastructures communes, notamment dans le domaine des pratiques de marché.

La Commission européenne, via le projet d'Union des marchés de capitaux, poursuit ses efforts stratégiques dans l'élimination des barrières à l'harmonisation économique et financière en Europe, y compris dans le domaine du post-marché. Le 29 septembre 2020, elle a publié un nouveau plan d'action²³, qui envisage notamment d'harmoniser davantage les règles sur la faillite et sur la fiscalité dans l'UE. En matière de règlement-livraison, la Commission prévoit d'amender le cadre réglementaire permettant aux CSD de fournir des services transfrontières au sein de l'Union d'ici la fin de l'année 2023.

²³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/>