

Marchés financiers

## La BCE lance le projet Target 2 Securities

*Le projet Target 2 Securities (T2S) verra finalement le jour. Ainsi en a décidé le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) le 17 juillet dernier. Cette plate-forme de règlement-livraison unique pour tous les titres de la zone euro a pour objectif de mettre fin à la fragmentation du post-marché en Europe, condition indispensable à la compétitivité des marchés financiers européens, notamment vis-à-vis des marchés américains.*

Par **Marc Jamet** Euralia

Il aura fallu un certain temps pour convaincre tous les acteurs du post-marché du bien-fondé de la création d'une nouvelle plate-forme publique de règlement-livraison des titres. Dès 2003, le rapport Giovannini ciblait les faiblesses de l'intégration du post-marché en Europe. Le coût très élevé des transactions transfrontalières et les obstacles techniques, légaux et fiscaux à l'intégration des structures de règlement-livraison des titres en Europe représentaient un obstacle important au rapprochement des pratiques financières en Europe. Depuis ce rapport, différentes initiatives ont été lancées, notamment par la Commission européenne, pour favoriser la concurrence dans le secteur du post-marché et ainsi réduire les coûts des transactions. Pour l'Union européenne, l'intégration du post-marché est stratégique.



Marc Jamet

Plusieurs modèles d'organisation des infrastructures-titres coexistent en Europe et le morcellement du secteur pénalise l'ensemble des places financières européennes (le coût des opérations transfrontalières intra-européennes est quatre à dix fois plus élevé qu'aux États-Unis). La Commission a ainsi été à l'origine du code de conduite signé en 2006 par les infrastructures qui se sont engagées sur la transparence de leurs prestations, la liberté d'accès et l'interopérabilité.

La Commission européenne a également organisé la création de groupes chargés de réfléchir à la levée d'obstacles techniques, fiscaux et juridiques à l'harmonisation du post-marché en Europe (les groupes Fisco, Cesame et Legal). Mais c'est la Banque centrale européenne qui a pris l'initiative la plus forte en lançant en 2006 l'idée d'une plate-forme

publique européenne de règlement-livraison des titres en monnaie banque centrale.

L'objectif de cette plate-forme européenne est simple : faire baisser le prix des opérations de règlement-livraison des titres en Europe en profitant des économies d'échelle générées par le volume des opérations centralisées. Une première étude d'impact économique de la BCE estimait que la plate-forme T2S pourrait faire passer le coût d'une opération transfrontalière de 73 à 28 centimes d'euros. Le projet pourrait accroître également la concurrence entre dépositaires centraux en mettant fin à leur situation de monopole sur leur activité de règlement-livraison au niveau national. La plate-forme devrait ainsi les inciter à repenser les autres services fournis, notamment sur les fonctions de gestion des comptes et les services annexes. Le projet permettrait également de poursuivre les objectifs de la directive MIF en facilitant l'arrivée de nouveaux entrants sur le secteur de la compensation.

Avant de lancer le projet T2S, la BCE s'est assurée du soutien des institutions européennes comme des acteurs du post-marché. Afin d'asseoir sa légitimité, elle a associé les services titres des grandes banques européennes et les dépositaires centraux à la définition du cahier des charges du projet Target 2 Securities. Celui-ci prévoit que la plate-forme proposera une gestion des livraisons des titres sur une base totalement harmonisée, qui ne prendra pas en compte les spécificités nationales des opérations de post-marché. En théorie, seuls les dépositaires centraux de titres (CSD) auront accès à la plate-forme T2S et celle-ci n'aura donc pas de lien contractuel avec les clients des CSD. Enfin, le recours à la plate-forme ne devrait pas être obligatoire. Les banques, ainsi que les conservateurs, soutiennent fermement le projet lancé par la Banque centrale européenne,

synonyme de baisse des coûts et de concurrence accrue entre les dépositaires centraux. La version finale du cahier des charges a été approuvée le 17 juillet par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

---

## **L'objectif de cette plate-forme européenne est simple : faire baisser le prix des opérations de règlement-livraison des titres en Europe.**

---

Le principal frein à la mise en place de la plate-forme, outre les difficultés techniques du projet, réside dans l'attitude des CSD. Ceux-ci ont dans un premier temps contesté l'analyse économique de la BCE, estimant que celle-ci avait surestimé les gains potentiels d'une nouvelle plate-forme. La *Federation of European Securities Exchange* (FESE) avait émis en décembre 2007 de lourdes critiques sur la gouvernance et les objectifs de Target 2 Securities et craignait que la BCE tente de dépasser les objectifs initiaux (un *outsourcing* d'une partie des fonctions des dépositaires centraux) pour créer un véritable monopole public qui vampiriserait les autres fonctions des dépositaires. L'abandon d'une partie des opérations de règlement-livraison à la plate-forme T2S priverait également les dépositaires centraux d'une partie non négligeable de leur revenu. Le Conseil des ministres des finances de l'Union a relayé les inquiétudes des dépositaires centraux. Tout en soutenant la BCE dans son projet, les conclusions du Conseil ECOFIN du 3 juin dernier ont demandé à celle-ci d'étudier la création d'une entité juridique indépendante pour la plate-forme. En retour, le Conseil ECOFIN a demandé aux dépositaires centraux de rejoindre la plate-forme, ce qu'ils se sont officiellement engagés à faire dans leur réponse à la consultation du 23 mai de la Banque centrale européenne sur leur participation à T2S. La consultation a montré que la majeure partie des CSD était désormais prête à utiliser les services de la plate-forme.

Les réponses de la BCE n'ont pour autant pas apaisé toutes les inquiétudes des CSD qui ont souhaité avoir

des garanties avant de rejoindre le projet. Dans sa réponse à la consultation du 23 mai 2008, Euroclear France liste les points de divergences et, outre ses inquiétudes toujours vives sur la gouvernance et les limites de T2S, rappelle qu'elle promeut un modèle ouvert dit « User Choice Model » où les clients individuels ont le choix entre un règlement de leur transaction par T2S ou par la plate-forme unique qu'Euroclear met peu à peu en place et qui a également pour objectif de faire baisser le coût des opérations transfrontalières de règlement-livraison entre ses différents entités.

Après l'annonce officielle du lancement du projet, la BCE va désormais lancer la phase de développement technique de T2S. Le développement sera assuré par la Deutsche Bundesbank, la Banco de España, la Banque de France et la Banca d'Italia. Les premiers tests sont prévus pour 2011 et la plate-forme devrait être opérationnelle pour 2013. T2S devrait être un moteur puissant de l'intégration des opérations de post-marché en Europe en construisant un système paneuropéen transfrontière pour les titres tout en mettant en place un processus de règlement à la fois neutre et technologiquement performant. Couplée aux autres initiatives de la Commission européenne et notamment le code de conduite des infrastructures et les standards post-marché préparés par la BCE et CESR, la plate-forme devrait renforcer la concurrence sur les autres segments du marché et favoriser le rapprochement des pratiques entre les différents États membres. On peut ainsi voir, derrière ces différentes initiatives et en particulier T2S, une véritable volonté politique de la part des institutions européennes, dans un contexte de concurrence avec les autres places financières internationales et de rapprochement transatlantique, de ne pas abandonner l'intégration européenne des marchés financiers. ■

[marc.jamet@euralla.eu](mailto:marc.jamet@euralla.eu)