

T2S – Campagne mondiale – Thought leadership

Rédacteur : Hugh Palmer, Responsable du développement de produits, Établissements financiers et sociétés de courtage, SGSS

Synthèse

T2S est une réforme qui vise à unifier la plateforme technique de règlement-livraison sur l'ensemble des marchés européens, l'objectif étant de contribuer à la construction d'un marché unique dans l'univers de la post négociation afin de stimuler la croissance des volumes, notamment pour les opérations et les garanties transfrontalières. 23 dépositaires centraux couvrant 21 pays se sont engagés aujourd'hui à migrer leurs activités de règlement-livraison vers cette plateforme.

L'harmonisation du processus de règlement-livraison conduit à sa standardisation, alimentant les attentes d'une réduction des coûts et de la mise à disposition de nouveaux modèles d'accès aux marchés, tant pour les investisseurs institutionnels côté acheteur que pour les maisons de courtage.

Le projet T2S constitue aujourd'hui un enjeu majeur pour les dépositaires dont il perturbe les modèles opérationnels, conduisant à des investissements importants compte tenu de la diminution des marges et du regain de concurrence à l'échelle paneuropéenne.

Les dépositaires dont la couverture de la zone est limitée seront marginalisés, tandis que ceux qui disposeront d'une plus grande envergure au sein de cette nouvelle région, d'une profonde compréhension des impacts de T2S sur les offres à la clientèle, d'une stratégie claire et de la capacité à investir dans des plateformes actualisées, harmonisées et mutualisées auront de réelles possibilités de renforcer leurs positions.

Le choix du bon partenaire T2S est primordial pour tirer profit de l'objectif que votre dépositaire, en sa qualité de gardien de vos actifs, doit s'engager à remplir avant tout : protéger vos intérêts et vous permettre de tirer parti des avantages de T2S.

PREMIÈRE PARTIE

Quels seront les impacts de T2S sur les acteurs du marché ?

Tout d'abord, on distingue aujourd'hui trois grandes catégories d'acteurs du marché qui sont membres de dépositaires centraux :

- Les acteurs principalement nationaux, c'est-à-dire ceux dont l'activité est fortement concentrée sur leur marché national et qui se sont forgé le plus souvent une clientèle internationale à la faveur d'une activité nationale, bien que la conservation ne soit pas un produit de base
- Les dépositaires régionaux, c'est-à-dire les acteurs qui bénéficient d'une solide franchise sur un groupe de marchés (géographiquement voisins en général) par le biais d'une présence

physique et qui sont en mesure d'offrir des services régionaux multilocaux ou à point d'accès unique

- Les dépositaires mondiaux, c'est-à-dire ceux qui proposent des services sur un large éventail de marchés internationaux, non seulement au client final, mais également à d'autres dépositaires. Ces dépositaires mondiaux peuvent être subdivisés en deux groupes : d'une part, ceux qui s'appuient principalement sur un réseau externe d'agents locaux et, de l'autre, ceux qui jouissent d'une forte présence à l'échelle mondiale, c'est-à-dire de leur propre réseau interne de sous-conservation.

T2S suscite la création de points communs entre les marchés et cette standardisation donne naissance à une nouvelle région dont les limites divergent de toutes les régions existantes, par exemple la région des pays nordiques ou d'Europe centrale et orientale. Les conséquences sont assez différentes selon la catégorie.

Les dépositaires mondiaux resteront dépositaires mondiaux, mais leur stratégie au sein de la zone T2S dépendra d'un certain nombre de facteurs :

- La mesure dans laquelle le projet T2S est considéré comme donnant réellement lieu à un marché unique et unifié.
- La philosophie en termes de stratégie de gestion de réseau, dont, entre autres, l'approche à l'égard du risque.
- Leur envergure au sein de la nouvelle zone T2S.

En effet, tout dépositaire mondial doté d'une forte présence locale dans un certain nombre de grands marchés T2S deviendra de fait un prestataire régional dans l'espace T2S. Cette présence locale, cette proximité avec les marchés sous-jacents traditionnels, est primordiale dans la région T2S car bien que l'harmonisation du règlement-livraison et la possibilité d'être un « participant raccordé directement » (*Directly Connected Participant*, ou DCP) facilitent le contournement des acteurs locaux pour le règlement-livraison, une excellente compréhension et de profondes relations avec les marchés locaux restent une nécessité lorsqu'il s'agit d'administration d'actifs.

En ce qui concerne les acteurs régionaux actuels en Europe, leur situation est ambivalente. Dans la mesure où la nouvelle région T2S ne correspond pas aux zones existantes, les acteurs régionaux peuvent choisir d'étendre leurs services à d'autres marchés T2S ou de se replier sur les frontières, axant leur valeur ajoutée sur les marchés extérieurs plutôt qu'intérieurs. Une expansion dans la zone T2S nécessiterait des investissements qu'ils pourraient ne pas être en mesure de réaliser.

Quant aux acteurs locaux axés sur un marché unique, le projet T2S dilue quelque peu l'avantage historique dont ils ont pu jouir en tant qu'acteurs locaux à 100 %. Sans (dans la plupart des cas) la capacité ou les arguments commerciaux permettant d'investir dans de nouveaux modèles opérationnels, y compris la connectivité directe, leurs jours en tant que prestataires auprès de clients internationaux sont potentiellement comptés.

Les stratégies spécialisées, notamment à la lisière de T2S, pourront bien entendu continuer à représenter une alternative viable pendant un certain nombre d'années.

Selon quelle démarche les entreprises achèteront-elles des services de conservation dans le cadre de T2S ?

A) L'approche fonctionnelle

T2S est un phénomène perturbateur dans le sens où il crée deux grandes divisions fonctionnelles dans ce qui était traditionnellement une activité intégrée située au bas de l'organisation de marché classique à trois niveaux (exécution, compensation et conservation). Le règlement-livraison et la gestion du volet « trésorerie » sont deux activités qui peuvent être dérivées de l'activité de conservation historique, même si le règlement des garanties reste étroitement lié à la gestion des liquidités associée au volet trésorerie.

En revanche, la fonction trésorerie est relativement facile à séparer. Il existe un potentiel et, de fait, un intérêt pour un produit de liquidité autonome. Ce phénomène n'est pas entièrement nouveau : sur le marché français par exemple, le statut de « client compensé » dans lequel le règlement-livraison du volet trésorerie des opérations contre paiement d'un dépositaire central (CSD) est effectué par un tiers est assez fréquent. Ce qui change avec T2S, c'est la dimension géographique à laquelle ce genre de modèle de service pourra demain être organisé.

L'administration d'actifs est une activité plus difficile à présenter sous forme d'offre indépendante du règlement-livraison et ce, pour trois raisons principales :

- D'un point de vue intellectuel : comme en témoignent les longues années de discussion au sein d'organismes de normalisation comme le SMPG (*Securities Market Practice Group*), positionner des activités comme la gestion des distributions (*market claims*) ou le traitement des transformations concernant le règlement ou l'administration d'actifs reste sujet à controverse.
- Sur le plan opérationnel : l'administration d'actifs est généralement effectuée en faisant passer par les mêmes systèmes les titres existants et les positions en attente basées sur les informations de règlement (instructions, statuts, confirmations). Pour limiter l'offre à la seule administration d'actifs, la question se pose de savoir où, comment et à quel coût les données de règlement et de position peuvent être obtenues pour constituer l'image du portefeuille nécessaire à l'exécution des processus d'administration d'actifs, en commençant par la publication d'avis concernant les revenus et les opérations sur titres.
- En termes de responsabilités : cet aspect est lié aux deux éléments précédents. L'une des principales difficultés dans l'élaboration d'un produit limité à la seule administration d'actifs est de définir très clairement, entre le prestataire et le client, qui fait quoi et quand. On peut citer, à titre d'exemple, le réenregistrement au sein des marchés omnibus pour lequel le projet T2S ne prévoit pas aujourd'hui de solution de règlement intégrée.

Concevoir un modèle limité à la seule administration d'actifs est donc difficile, mais pas impossible. La décision de relever ou non ce défi sera dictée par les arguments commerciaux et la stratégie globale. SGSS, qui jouit d'un palmarès exceptionnel en termes de prestation de tels services dans un contexte pré-T2S, s'appuiera sur cette expérience et mettra en œuvre ce modèle en interne entre les entités afin d'offrir une proposition de valeur efficace sous forme de guichet unique à l'échelle régionale.

B) L'approche de marché

Les investisseurs et les maisons de courtage vont probablement continuer pendant un certain temps à suivre une approche nationale marché par marché en matière d'achat de services de post négociation en Europe. Mais cette stratégie devrait progressivement disparaître. En effet, à mesure qu'un nombre croissant de marchés partageront une plateforme unique, le niveau d'harmonisation nécessaire pour atteindre l'objectif d'un marché unique et unifié s'accélèrera. Parallèlement, la réglementation relative aux CSD et le projet T2S renforceront la concurrence non seulement entre les agents bancaires, mais également entre les dépositaires centraux, avec en conséquence une concentration des volumes sur un nombre de sites plus limité. Une approche de rationalisation des prestataires en deux étapes peut donc être anticipée, commençant par la sélection d'un prestataire unique dans une approche multilocale, suivie d'un changement vers un modèle véritablement régional.

C) L'approche de prestation de service

La prestation de services peut être considérée principalement selon deux axes : soit en termes de qualité des services fournis, soit en termes d'étendue des services fournis.

Pour les dépositaires qui procurent aujourd'hui des services à un large éventail de clients (gestionnaires d'actifs, propriétaires d'actifs, investisseurs souverains, entités supranationales, banques d'investissement, autres dépositaires et courtiers), une offre limitée aux produits de règlement et de conservation n'est manifestement pas suffisante. Aujourd'hui, les clients exigent une intégration de services transparente à tous les niveaux, de la valorisation des fonds à la couverture des classes d'actions en passant par le service d'agent de transfert ou la transformation des garanties. Toutefois, ces services sont largement tributaires des positions ou des données dérivées des activités de base, c'est-à-dire de la conservation. Pour les prétendants sérieux souhaitant s'imposer sur les marchés actuels, il est donc primordial de ne pas négliger les fondations lors de l'élaboration de leurs offres de prestations à travers l'ensemble de la chaîne de valeur, tant horizontalement que verticalement.

En effet, le projet T2S est là pour nous rappeler que l'essence de l'activité de post négociation réside dans ce qui était communément appelé la « conservation », un terme qui reste d'actualité même si les actifs ne sont plus physiquement stockés. De fait, la conservation sous-entend la protection des actifs, mais également la protection des intérêts du client et de l'investisseur final sous-jacent.

Ainsi, bien que T2S soit un projet orienté sur le règlement-livraison et que les investissements visant à s'adapter soient importants aujourd'hui dans ce domaine, SGSS investit plus de 3 fois les ressources consacrées à la rénovation de ses capacités d'administration d'actifs sur l'ensemble de la zone T2S.

Naturellement, la fourniture des plus hauts niveaux de qualité de service est fondamentale pour maintenir la réputation d'un prestataire sur le marché, préserver les relations existantes et conclure de nouveaux contrats.

Quelle est l'incidence fondamentale de T2S sur les dépositaires ?

Pour résumer l'impact de T2S en quelques mots, on peut dire que les modifications importantes auxquelles les dépositaires doivent s'adapter, le risque d'érosion des marges sur les activités

standardisées comme les opérations de règlement-livraison et les exigences croissantes concernant l'ampleur et la qualité des services nécessitent des volumes considérables pour étayer les besoins en investissements. Le prix du billet d'entrée permettant d'exercer cette activité de conservation devient donc de plus en plus élevé, de même que la masse critique nécessaire pour demeurer un acteur de premier plan sur l'ensemble de la zone. Pour faire un parallèle avec la nature, les petits poissons vivent dans de petits étangs, les plus gros poissons dans des étangs plus grands : l'avènement de T2S donne naissance à une masse d'eau d'une ampleur sans précédent en Europe. En tant que 2^e plus important dépositaire dans la région EMEA, SGSS est en mesure de s'engager pleinement vis-à-vis de T2S et de rester un partenaire de choix au sein du nouveau modèle.

DEUXIÈME PARTIE

Quels sont les impacts et les avantages potentiels pour les clients des dépositaires ?

Pour tous les clients (du gérant de fonds à la banque d'investissement), le dénominateur commun est l'attente que leur dépositaire agisse au mieux de leurs intérêts et, dans une certaine mesure, les protège de la complexité liée aux changements intervenant sur les marchés. Agir au mieux des intérêts du client dans le cadre de T2S implique de prendre les mesures nécessaires pour exploiter les avantages de T2S, que ces avantages soient directement visibles ou non pour le client. Ces mesures vont de la mise en œuvre de changements relativement limités, par exemple le renforcement des dispositifs en vue de gérer efficacement les nouveaux outils de règlement au sein de T2S (comme la gestion « hold & release » des opérations ou le règlement partiel), à l'application de changements stratégiques majeurs, dont la mise en œuvre d'une connectivité directe vers T2S afin de raccourcir le chemin d'accès au marché et d'optimiser le processus de règlement-livraison. Seule une poignée de dépositaires en Europe, dont SGSS, investissent réellement dans ce changement majeur de modèles opérationnels.

Protéger les clients contre les changements ne signifie pas ne pas effectuer de changements. Cela implique de permettre à un client de bénéficier des changements, mais avec un impact limité, voire nul sur les processus étayant la relation opérationnelle au jour le jour, tout en améliorant les performances et/ou la sécurité de cette relation. Chez SGSS, nous interprétons cela selon deux axes :

- Un axe de gestion du changement qui consiste à fournir les bonnes informations au bon moment afin que le client puisse les assimiler, se préparer aux changements imposés et prendre des décisions en toute connaissance de cause concernant les changements facultatifs
- Un axe de solutions dans lequel le client peut choisir de déléguer à SGSS l'usage effectif, par exemple, d'une fonction de gestion des opérations de règlement comme « hold & release ». En mode délégation, le client bénéficie des avantages liés au fait que l'appariement au niveau de marché intervient plus tôt dans le cycle de règlement tout en n'étant pas engagé à régler l'opération alors qu'en règle générale, les titres entrants ne sont pas encore disponibles sur le compte. Cette notion de délégation peut également être observée sur une échelle beaucoup plus large, par exemple, en termes de gestion des liquidités au sein de T2S.

En règle générale, les investisseurs particuliers ou institutionnels ne chercheront pas à jouer le rôle de banque de paiement ou à gérer activement leur pouvoir d'achat intrajournalier sur T2S. C'est au dépositaire qu'il appartient de mettre en œuvre le modèle le plus efficace pour optimiser la liquidité dans le nouvel environnement afin de réussir le parfait compromis entre réduire le coût de la liquidité (mobilisation des garanties pour financer l'opération de règlement) et veiller à ce que des liquidités tampons suffisantes soient disponibles pour couvrir les opérations de règlement nocturnes et les pics d'activité pendant la journée.

Mais au-delà de la protection des clients contre le changement, agir au mieux de leurs intérêts signifie également indiquer les changements susceptibles d'être mis en œuvre pour bénéficier potentiellement au client final. L'objectif de SGSS est d'aller un peu plus loin avec ses clients, de dépasser le stade de transition afin d'explorer les possibilités de transformation. Dans ce contexte, quatre grands thèmes ont été identifiés pour alimenter les stratégies de transformation :

Assurer un règlement plus rapide et plus sûr : en utilisant les nouveaux outils de règlement intégrés dans la conception de T2S, il est possible de réduire les exceptions manuelles et les échecs de règlement. Dans un contexte où les régimes disciplinaires en matière de règlement se généraliseront et deviendront de plus en plus rigoureux, il s'agit là d'un domaine qui mérite attention. Par ailleurs, le degré d'élasticité du back-office face aux pics de volume est lié au ratio entre les exceptions traitées manuellement et le volume total. Plus le taux d'intervention manuelle pour couvrir les opérations non automatisées ou défaillantes est élevé, plus les effectifs doivent être renforcés si les volumes augmentent.

Optimiser votre réseau : gérer de multiples prestataires comporte certains avantages, mais également un certain nombre de coûts. Si l'on examine la situation de part et d'autre de l'Atlantique, les gestionnaires de réseau des maisons de courtage et les grands investisseurs institutionnels peuvent observer un ratio de 10 pour 1 dans le nombre de fournisseurs présents sur les marchés de taille équivalente. Davantage de fournisseurs signifie davantage de relations à entretenir, davantage de rapprochements, moins de pouvoir d'achat, une plus grande différenciation des processus et, au final, davantage de personnel et de frais. Le fait que T2S rapproche considérablement les marchés traditionnels grâce au partage d'une même plateforme met en évidence la possibilité de sélectionner un unique point d'entrée dans T2S en tant que région. Mais bien que le règlement soit harmonisé sur l'ensemble des marchés participants, l'administration d'actifs reste hétérogène et exige des compétences que seule la proximité locale d'un acteur implanté physiquement et historiquement est en mesure de fournir. SGSS a pour ambition de réunir les activités de règlement et d'administration d'actifs au sein d'une offre régionale cohérente en associant ses atouts : la connectivité directe vers T2S pour le règlement-livraison et sa présence locale au sein de tous les principaux marchés T2S.

Optimiser vos liquidités : traditionnellement, les gestionnaires et les propriétaires d'actifs bénéficient d'une gestion optimisée de leurs liquidités par leur dépositaire de choix liée en grande partie au fait qu'ils optent pour des services de conservation globaux. Les actifs, y compris les « garanties admissibles », sont également centralisés sur les livres du dépositaire. Cela ne signifie pas que T2S ne présente aucune occasion. En effet, ici la clé consiste à mobiliser ces titres au travers des programmes de gestion des garanties avec le dépositaire afin de garantir le financement des activités des clients qui ne disposent pas des formes de liquidités appropriées en quantités suffisantes. Parmi les clients « côté vente », on relève deux sous-familles : d'une part, les établissements financiers qui

ont des comptes T2 mais qui manquent d'arguments commerciaux pour investir dans les outils permettant de gérer un compte de caisse dédié T2S et d'en assurer l'exécution quotidienne et, d'autre part, les établissements qui financent actuellement plusieurs dépositaires ou comptes de banques centrales à travers l'Europe et qui recherchent aujourd'hui des solutions pour réduire la fragmentation de leur pouvoir d'achat au sein de T2S. Dans le premier comme dans le second cas, SGSS peut accompagner les clients en adoptant des solutions qui sortent les activités et le coût du projet de la gestion des liquidités au sein de T2S ou qui facilitent la centralisation et la compensation des liquidités sur les marchés et la mobilisation, dans T2S, des garanties permettant de financer les opérations de règlement par le biais d'opérations automatisées de mise en pension. Plus important encore, SGSS met en œuvre un modèle de gestion des liquidités au sein de T2S qui devrait lui permettre de réduire de manière significative la pression exercée sur le gisement de garanties, libérant ainsi des ressources avec lesquelles nous pouvons soutenir les entreprises de nos clients en tant que fournisseur de liquidités.

Consolider le processus de règlement : l'option la plus simple et la plus efficace pour la grande majorité de nos clients dans tous les domaines est de choisir un dépositaire capable de fournir un accès étendu et efficace aux marchés mondiaux par le biais d'un point d'entrée unique / d'une seule unité de service à la clientèle. Dans le contexte de T2S, « efficace » signifie choisir l'option de connectivité qui rapproche le plus le dépositaire du système de règlement : il s'agit de l'option choisie par SGSS pour éliminer les retards et les coûts additionnels associés à l'utilisation d'agents de règlement pré-T2S supplémentaires à l'échelle locale. Le statut de participant direct au marché facilite également la mise en œuvre, par exemple, de structures de participation distinctes sur toute la chaîne jusqu'aux comptes des dépositaires centraux, une condition souvent citée par nos clients, notamment par les investisseurs souverains et les entités supranationales. Toutefois, pour les plus grands pourvoyeurs de volumes au sein des marchés T2S (dépositaires mondiaux de premier plan, banques d'investissement, CSD internationaux ou CSD investisseurs), consolider les règlements par le biais de l'autorèglement peut constituer une alternative viable, tant sur le plan économique que stratégique. Cette option conduit logiquement à la séparation fonctionnelle et à la nécessité d'avoir le soutien d'un prestataire de services « d'administration d'actifs uniquement ». Ici encore, SGSS s'engage à enrichir son palmarès exceptionnel en matière de prestations de services « pure conservation » sur les marchés ESES et à étendre cette offre à une proposition de valeur régionale dans les principaux marchés.

Derniers mots...

Les exemples ci-dessus illustrent, selon nous, le potentiel lié à l'exploitation de T2S pour optimiser ou transformer la gestion du règlement-livraison, des liquidités, de l'administration d'actifs et des relations dans le nouvel environnement post négociation. Parallèlement aux conséquences pour les dépositaires, décrites plus haut dans ce document, ces exemples soulignent également de façon claire l'importance de choisir le bon partenaire au sein de T2S en tant que dépositaire, et de veiller qu'il est en mesure d'investir dans le changement et de mettre en œuvre des solutions qui protègent vos intérêts. SGSS serait très heureux de faire partie de votre équipe lors de cette phase délicate, mais passionnante.