

Van T+2 naar T+1: eindpunt of tussenstop?

Per 28 mei 2024 is in de VS de settlement-periode bij effectentransacties verkort van T+2 naar T+1. De EU en het VK zullen de VS daarin volgen, maar pas in 2027. Een directe overstap naar T+0 lijkt op dit moment nog te ambitieus.

De settlement-periode is de periode tussen het aangaan van een effectentransactie (T) en de afwikkeling (settlement), met andere woorden de levering en de betaling van de effecten (T+x aantal dagen). In de meeste jurisdicties, waaronder de EU en het VK, vindt settlement plaats op T+2. Als er sprake is van centrale clearing, wordt een effectentransactie na totstandkoming – feitelijk tussen de trading members, maar juridisch tussen de clearing members – vervangen (genoveerd) door twee daarmee corresponderende transacties, de ene tussen de verkopende clearing member en de centrale tegenpartij (central counterparty, CCP) en de andere tussen de kopende clearing member en de CCP. Aan- en verkooppertes in effecten van dezelfde soort worden gesaldeerd, zodat er een netto positie per soort effect per afwikkelingsdag resteert. Settlement op T+2 betekent dan dat er uiterlijk op de tweede handelsdag na de transactiedag een (netto) positie in effecten moet worden geleverd door de CCP aan de kopende clearing member en door de verkopende clearing member aan de CCP, en dat het verschuldigde geldbedrag door de CCP moet worden betaald aan de verkopende clearing member en aan de CCP door de kopende clearing member.

Het mechanisme van levering tegen betaling moet het risico reduceren dat de effecten worden betaald maar niet worden geleverd en andersom. Als de verkopende clearing member de effecten niet levert op T+2, dan kan de CCP een non-settlement voorkomen door de effecten te verwerven via een buy-in of door ze in te lenen, dit

voor rekening van de falende clearing member. Andere instrumenten van risicomitigatie zijn een dagelijkse bijstelling (met andere woorden: afrekening in geld van koerswijzigingen die zich hebben voorgedaan tussen T en T+2) en een margeverplichting (de clearing member moet onderpand storten bij de CCP, gebaseerd op een percentage van de marktwaarde van alle nog af te wikkelen netto posities over de periode T/T+2). Verder zijn clearing members onderworpen aan strenge kapitaalvereisten.

Op 28 mei 2024 is de VS overgegaan naar T+1. Aanleiding was onder meer de Gamestop-affaire van 2021. De gedachte achter deze overstap is dat een verkorting van de settlement-periode tot een vermindering van het tegenpartijrisico en het marktrisico leidt, doordat de periode van de blootstelling wordt verkort. Dit moet vervolgens resulteren in lagere margeverplichtingen en minder strenge kapitaalvereisten. In de EU en het VK wordt eveneens nagedacht over het verkorten van de settlement-termijn. ESMA heeft hierover op 21 maart 2024 een Feedback Statement gepubliceerd en in het VK is op 28 maart 2024 het Geffen Report uitgebracht. Alles wijst erop dat de EU en het VK ook zullen overstappen naar T+1. Dit zal echter niet voor 2027 geschieden.

Een directe overstap in 2027 van T+2 naar T+0 ('real time' of 'atomic' settlement) in de EU en het VK lijkt mij op dit moment nog te ambitieus. Zeker in de EU, met al haar verschillende CCPs en centrale bewaarbedrijven en valutaverschillen, is er het gevaar van mismatches. Met T+0 is er dan geen tijd voor herstel van fouten. Ook zouden prefunding van transacties en het inkopen en het inlenen van effecten waarschijnlijk niet langer mogelijk zijn. Op termijn lijkt T+0 wel haalbaar. Daarvoor is technologische innovatie, zoals toepassing van Distributed Ledger Technology, echter een voorwaarde. ■



Door **Prof. Mr. W.A.K. Rank**, Advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam en Hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden