

● Marie Noëlle Calès, Walid Hichri, Nadège Marchand présentent les résultats des travaux de la chaire expérimentale de l'université Lyon II consacrés à la filière du post-marché en Europe. Pierre Slechten, Euroclear, explique de son côté, l'utilité de ces travaux pour les professionnels.

## TARGET 2 SECURITIES

# EFFETS SUR LES POLITIQUES TARIFAIRES ET PARTS DE MARCHÉ DES CSD

Marie-Noëlle  
Calès

Walid Hichri

Nadège  
Marchand

Chaire d'économie  
expérimentale :  
Finance industrielle et  
design de réseau  
Université Lumière  
Lyon II – Gate

La mise en œuvre de T2S devrait chambouler les habitudes du post-marché. 7 scénarii alternatifs sont ici présentés avec une mise en lumière des facteurs qui devraient peser sur les politiques tarifaires et les parts de marché des CSD : la concurrence bilatérale ou multilatérale, le nombre de CSD adhérents et le caractère standardisé des titres\*.

\*Ces travaux doivent beaucoup aux nombreux échanges que nous avons eus avec Pierre Slechten, Groupe Euroclear et Marc Tibi, BNP Paribas Securities Services. Qu'ils soient ici remerciés pour ces précieuses discussions. Toutes les thèses défendues dans ce travail et les erreurs qui pourraient demeurer restent, bien entendu, de notre fait.

Depuis les rapports Lamfalussy (2001) et Giovannini (2001 et 20003), l'attention des acteurs financiers et des autorités s'est focalisée sur les freins existant encore pour la réalisation d'un grand marché européen des capitaux et des titres. De fait, l'intégration doit se poursuivre notamment dans les activités de post-marché, afin de faciliter les opérations cross-border et rendre ce marché beaucoup plus fluide. Pour

accélérer ce mouvement, l'Eurosystem a décidé de mettre en place une plateforme commune de règlement-livraison, T2S [1], qui devrait voir le jour en 2013. Les modalités de mise en œuvre de cette plateforme ne sont pas encore totalement connues, ce qui conduit à s'interroger sur les conséquences de cette réforme en matière de politiques tarifaires et de répartition des parts de marché. Différents facteurs devraient ainsi peser sur la façon dont sera mise en œuvre cette réforme : les pratiques de marché qui font que la concurrence entre dépositaires centraux sera plutôt bilatérale ou multilatérale, le nombre de central securities depositories (CSD) devenant adhérents, le caractère plus ou moins standardisé des titres et, enfin, l'attrait que pourra exercer T2S sur les établissements financiers.

### L'ÉCONOMIE EXPÉRIMENTALE POUR ÉVALUER L'IMPACT DE T2S

Pour tenter d'évaluer les effets d'une réforme, il peut être utile de recourir à l'économie expérimentale. Cette méthode a déjà fait ses

preuves dans l'évaluation des réformes à destination des industries de réseau, notamment la mise en vente des canaux hertziens par la Federal Communication Commission (États-Unis), l'allocation des sillons ferroviaires, l'allocation des créneaux de décollage et d'atterrissage dans les aéroports, les enchères sur le gaz ou encore les réformes concurrentielles dans le secteur électrique aux États-Unis.

S'agissant ici avec T2S de la mise en place d'un réseau de règlement-livraison d'instruments financiers, la méthode expérimentale conduit à créer une place de marché en laboratoire afin de tester *in situ* la réaction des acteurs (établissements financiers), face à différentes configurations de la plateforme. 249 personnes ont participé aux tests, ce qui a permis d'obtenir 19 920 données (prix et parts de marché), sur la base de 7 scénarii alternatifs. Les données obtenues ont ensuite fait l'objet de tests économétriques afin de vérifier que les résultats constatés étaient significatifs. Le premier scénario correspond à la situation actuelle, avant T2S, et il sert de point de référence pour évaluer les autres scénarii.

[1] Target 2 Securities.

## TESTER DIVERS SCÉNARIOS

### ■ Une plateforme commune pour le règlement-livraison

Dans les deux scénarii suivants (2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup>), on s'interroge sur l'impact que peuvent avoir les pratiques de marché des établissements financiers. Une fois T2S mis en place, les établissements pourront pour toute opération transfrontalière, soit :

– prendre l'habitude de passer par le CSD domestique du titre ou le CSD de la nationalité de l'établissement ;

– ne pas hésiter à passer par un troisième CSD.

#### ● Les résultats

Dans le premier cas, la concurrence sera bilatérale, dans le deuxième, elle sera multilatérale et donc beaucoup plus forte. Si la concurrence s'exerce de manière bilatérale, l'adoption de la plateforme T2S devrait faire baisser significativement le coût du règlement-livraison, mais moyennant une forte hausse de prix de la conservation, avec au final un prix global par opération inchangé. Pour les CSD, les parts de marché et les profits resteraient stables.

Si la concurrence est plutôt multilatérale, le passage sur T2S devrait faire baisser encore plus le prix du règlement-livraison, avec en contrepartie une hausse forte du prix de la conservation. Mais dans ce cas, cela se traduira par un prix global en baisse. Du côté des CSD, il en résulte un maintien des parts de marché et une diminution des profits sur ces activités.

#### ● L'interprétation

Le passage à la plateforme commune mettra en concurrence les CSD sur le règlement-livraison et les contraindra à baisser leurs prix. Si la concurrence est plutôt multilatérale, les pressions à la baisse seront encore plus fortes. Mais, dans les deux cas, cela poussera les CSD à augmenter le prix de la conservation, qui échappe à cette pression

## CHAIRE UNIVERSITAIRE SUR LE POST-MARCHÉ

### UN PARTENARIAT INTELLECTUEL ET FINANCIER

■ L'AFTI, associée à cinq de ses principaux membres (BNP Paribas, Société Générale, Natixis, Euroclear France et LCH Clearnet SA) a décidé, fin 2007, de conclure un partenariat intellectuel et financier qui a donné naissance à une chaire universitaire sur l'industrie du post-marché. L'accord porte sur un cycle de trois années de travaux, sous forme de partenariat entreprise, formation et recherche, avec le master 2 Finance, spécialisation Management des opérations de marché de l'Université Lumière, autour des activités des supports et des métiers du post-marché.

L'étude présentée ici fait le bilan de la première année de travail de l'Université Lumière Lyon II et le laboratoire Gate dans le cadre de la chaire universitaire en économie expérimentale intitulée : "Finance industrielle et design de réseaux". Sous le titre initial "Politique

de la concurrence et libéralisation des réseaux", ces travaux ont été consacrés en 2008-2009 à l'examen de la filière règlement-livraison en Europe et aux politiques de tarification qui s'y rattachent, avec en cible la future plateforme Target 2 securities de l'Eurosystème. Au moment où s'engagent les premières réflexions sur la seconde année de la chaire universitaire à Lyon, qui sera consacrée au *clearing*, comment ne pas évoquer la brûlante activité post-crise financière autour de la, ou des, futures chambres de compensation dont nous voulons doter l'Europe, à commencer par l'Eurozone ? C'est une façon de dire combien les travaux universitaires rejoignent la préoccupation de l'industrie qui considère comme essentiel le rôle d'une CCP comme moyen éprouvé, sinon pour empêcher le retour d'une crise, en tout cas pour en limiter les effets.

**Marcel Roncin**

Président  
AFTI

concurrentielle. De tels phénomènes de convergence à la hausse ou à la baisse sont prévisibles en raison de l'observation mutuelle des CSD sur plusieurs périodes et des phénomènes d'apprentissage et de coordination qui pourraient en découler. On peut penser qu'avec l'adoption de T2S, tout CSD qui pratiquerait des prix supérieurs à ses concurrents perdrait l'essentiel de son marché, ce qui explique la convergence des prix. On peut également noter que la pression concurrentielle exercée en cas de concurrence bilatérale serait insuffisante pour faire baisser le prix global, alors que la concurrence multilatérale permettrait d'y parvenir. Tout dépendra donc des pratiques de marché développées par les établissements qui feront basculer la concurrence plutôt du côté bilatéral ou plutôt du côté multilatéral. Par ailleurs, une politique « volon-

tariste » de l'Eurosystème imposant un mode de tarification unique pour l'ensemble des CSD pourrait conduire à une situation tout à fait similaire, poussant les CSD à faire remonter les prix de la conservation, si le prix du règlement-livraison baissait fortement. On peut parfaitement imaginer que des phénomènes de coordination tacite sur des prix de la conservation plus élevés se produiront, dans un marché où il y a si peu d'acteurs.

### ■ L'adhésion partielle des CSD à la plateforme commune

Dans ce 4<sup>e</sup> scénario est évalué l'impact de la réforme dans le cas où certains CSD européens resteraient en dehors de la plateforme. Il permet également d'évaluer la situation concurrentielle qui va exister en Europe, dès lors que les dépositeurs adhérents vont être en concurrence avec des CSD non

membres de la zone euro et donc de T2S (par exemple zone sterling ou dollar). On peut estimer que la plus ou moins grande standardisation des titres traités aura un impact sur la politique tarifaire. Lorsque les titres traités par deux CSD présentent des caractéristiques similaires (fiscales, juridiques, traitement de l'opération), ils apparaissent comme étant fortement substituables entre eux, du point de vue des établissements financiers. Dans ce cas de figure, les CSD adhérents pourraient concurrencer le CSD « étranger » sur son marché « naturel ». La concurrence apparaîtrait donc comme renforcée.

#### ● Les résultats

Sur la plateforme, le prix du règlement-livraison devrait baisser significativement, alors que celui de la conservation devrait rester stable. Ceci conduit à un prix global en baisse sensible. Grâce à cette baisse, les parts de marchés des CSD adhérents devraient augmenter au détriment du non adhérent. Malgré cela, le profit diminue significativement.

En dehors de la plateforme, il y aura également une baisse du prix du règlement-livraison, mais plus limitée et le prix de la conservation resterait stable. Globalement, le prix baissera, mais de manière plus modérée que sur la plateforme, ce qui conduira à une érosion des parts de marché et une baisse de profit limitée.

#### ● L'interprétation

La nature substituable des titres aiguillonne la concurrence entre CSD de la plateforme qui seront contraints de céder sur les prix du règlement-livraison. Le CSD extérieur apparaît comme suiveur et il devra céder également sur son prix. Si les établissements éprouvent un attrait pour un point d'entrée unique sur la plateforme de règlement-livraison (effet de réseau fort), il ne sera toutefois pas assez puissant pour permettre aux CSD de « compenser » la baisse

du prix sur le règlement-livraison par une hausse sur la conservation. Même si le prix de la conservation ne semble pas devoir être directement affecté par le passage à T2S, il en subira toutefois certains effets et devrait rester stable. Cela pourrait se traduire, au final, par une modification des parts de marché au profit des CSD de la plateforme qui consentent de fortes baisses de prix. Dans cette situation de concurrence exacerbée, ils ne parviendraient pas à se coordonner pour limiter la baisse des prix et préféreraient gagner des parts de marché, mais au prix d'un profit en baisse sensible. Le CSD extérieur pourrait choisir une stratégie plutôt orientée sur le maintien (ou la baisse limitée) du profit. Se lancer dans une guerre des prix tout seul serait sans doute trop coûteux.

#### ■ Adhésion partielle, mais des titres peu standardisés

Quelles seraient les conséquences d'une adhésion partielle, si les titres étaient peu standardisés, et donc peu substituables entre eux? Dans ce 5<sup>e</sup> scénario, le CSD extérieur serait vraisemblablement moins concurrencé sur son marché domestique.

#### ● Les résultats

Sur la plateforme, le prix du règlement-livraison de tous les adhérents va diminuer et le prix de la conservation augmentera, ce qui se traduira par un prix global en baisse (moins forte que dans le cas précédent, avec forte substituabilité des titres). Cela s'accompagnerait alors d'une hausse des parts de marché et d'une baisse des gains des CSD.

En dehors de la plateforme, le prix du règlement-livraison baissera également, mais de manière moins prononcée que sur T2S, et le prix de la conservation augmentera dans les mêmes proportions que sur T2S. Le CSD extérieur perdrait alors des parts de marché et ses gains diminueraient.

#### ● L'interprétation

Dans ce cas, la nature faiblement substituable des titres devrait affaiblir la pression concurrentielle, ce qui sera tout à fait favorable aux CSD adhérents bénéficiant déjà de l'attrait des établissements pour la plateforme. Ils arriveront à se coordonner sur des prix de règlement-livraison plus élevés que lorsque les titres sont fortement substituables, mais ces prix seront néanmoins plus faibles qu'avant l'existence de T2S. Ils devraient même être capables de se coordonner sur des prix de conservation plus élevés. La nature faiblement substituable des titres a en fait des effets contradictoires : elle affaiblira la pression concurrentielle, mais la conquête de nouvelles parts de marché supposera de plus fortes baisses du prix global pour inciter les clients à changer de CSD. Ce deuxième effet devrait l'emporter et permet de comprendre pourquoi le prix global va quand même diminuer. Les CSD adhérents n'arriveront sans doute pas à éviter une baisse du prix global sur T2S et cette pression concurrentielle devrait obliger le CSD extérieur à en tenir compte, son prix global progressant alors mais faiblement. Il préférera céder de la part de marché plutôt que de céder trop fortement sur les prix et subira l'attrait des établissements pour la plateforme. Au final, cette situation est préférable pour l'ensemble des CSD qui obtiendraient ainsi des profits moins élevés qu'avant T2S, mais plus élevés qu'en cas de forte substituabilité des titres.

#### ■ Les conséquences d'une faible attractivité pour la plateforme

L'instauration d'une plateforme confère un certain nombre d'avantages aux clients des CSD adhérents. En effet, elle leur permettra de simplifier l'accès au règlement-livraison grâce à un point d'entrée unique, avec des gains de temps, une

« Le prix du règlement-livraison devrait baisser avec la mise en place de T2S. En revanche, le prix de la conservation ne devrait pas baisser, il aura même plutôt tendance à augmenter. »

RÉCAPITULATIF

Synthèse des résultats – 7 scénarii pour le passage sur T2S

SCENARIIS ALTERNATIFS			Prix du RL	Prix de la conservation	Prix global	Parts de marché	Profits	
Adoption complète de TS2	Concurrence bilatérale	Sur T2S	--	++	=	=	=	
	Concurrence bilatérale	Sur T2S	---	++	-	=	-	
Adoption partielle de T2S	Forte substituabilité des titres	Sur T2S	---	=	---	+	--	
		Hors T2S	--	=	--	-	-	
	Faible substituabilité des titres	Sur T2S	--	+	-	+	-	
		Hors T2S	-	+	+	-	-	
	Faible attractivité de T2S	Forte substituabilité des titres	Sur T2S	=	+++	++	+	++
			Hors T2S	++	+++	+++	-	++
		Faible substituabilité des titres	Sur T2S	---	-	---	+	-
			Hors T2S	---	+	--	-	-

qualité de service plus importante... Il s'agit bien ici de l'évaluation par les clients du service rendu, hors prix. Si on constate un manque d'attrait des établissements pour cette plateforme, cela devrait réduire la pression concurrentielle exercée à l'égard des CSD non-membres. Dans les deux scénarii suivants (6° et 7°), on teste l'impact d'une faible attractivité de T2S sur les politiques tarifaires des CSD.

● Les résultats

Si les titres sont fortement substituables :

– sur la plateforme, le prix du règlement-livraison sera quasi stable, alors que le prix de la conservation va sensiblement augmenter, ce qui se traduira par un prix global en hausse. Les parts de marché vont progresser et les gains vont augmenter fortement ;

– hors plateforme, le prix du règlement-livraison va augmenter, de même que celui de la conservation, pour un prix global en hausse. Les parts de marché baisseront hors T2S, mais avec des gains en forte hausse.

Si les titres sont faiblement substituables :

– sur la plateforme, le prix du règlement-livraison devrait baisser, ainsi

que celui de la conservation, avec comme conséquence un prix global en recul. Il en découlera des parts de marché en hausse et des gains en baisse pour les CSD ;

– hors plateforme, la baisse des prix du règlement-livraison est similaire à celle prévalant sur T2S, alors que le prix de la conservation pourrait augmenter légèrement. Le prix global sera quand même en baisse. Les parts de marché et le profit devraient baisser en dehors de la plateforme.

● L'interprétation

Dans le cas où les titres seraient fortement substituables, tout écart de prix entraînerait une baisse importante des parts de marché. Toutes les formes de concurrence par les prix auraient des effets dévastateurs : la faible attractivité de la plateforme et le fort degré de substituabilité se renforceront mutuellement pour engendrer une situation très concurrentielle, à laquelle les CSD décideront d'échapper en limitant la concurrence sur la plateforme. Le prix du règlement-livraison diminuera ainsi très peu par rapport à la situation d'avant T2S et le CSD extérieur sera suiveur. Le prix de la conservation devrait même augmenter sur et en dehors de la plateforme, ce qui aboutira à un prix global en hausse sur

les deux segments du marché. Une guerre des prix est donc peu concevable, car collectivement destructrice pour l'ensemble des CSD et les CSD adhérents préféreront partager le marché avec le non-adhérent de manière plus égalitaire.

Dans le cas où les titres seraient faiblement substituables, la concurrence se relâcherait et les écarts de prix entre CSD concurrents n'auraient pas des conséquences aussi radicales sur leurs parts de marché. C'est donc paradoxalement lorsque la concurrence se relâche que les CSD adhérents arrivent le moins à se coordonner sur des prix élevés. Pour augmenter leurs parts de marché, ils devront accepter de céder sur les prix (du règlement-livraison et de la conservation). La demande des établissements serait ainsi peu élastique (peu sensible aux variations de prix), car ils auraient peu d'intérêt pour la plateforme, ce qui aurait pour effet de renforcer les monopoles locaux. Pour les CSD adhérents, seules d'importantes baisses de prix leur permettraient alors de conquérir des parts de marché. Le CSD extérieur préférera maintenir des prix plus élevés que sur T2S, quitte à voir ses parts de marché s'éroder : il choisira de continuer de bénéfi-

cier de son monopole local. Dans ce cas, le profit de tous les CSD s'inscrira en baisse.

### UN REcul DES PROFITS SUR LES ACTIVITÉS DES CSD

Les tests effectués nous conduisent à conclure que le prix du règlement-livraison devrait baisser avec la mise en place de T2S. En revanche, le prix de la conservation ne devrait pas baisser, il aura même plutôt tendance à augmenter.

Pour les CSD adhérents de la plateforme, le prix global offert aux établissements sera en baisse, sauf dans deux cas : lorsque la concurrence est bilatérale ou lorsque la force d'attraction de la plateforme est faible et que les titres sont très

substituables (très standardisés). Ces deux situations sont à l'exact opposé l'une de l'autre : dans le premier cas, la concurrence est faible et le prix global reste stable. Dans le deuxième cas, la concurrence est au contraire très forte et une guerre des prix serait destructrice. Dans cette deuxième situation, les CSD pourraient se coordonner efficacement sur des prix globaux plus élevés qu'avant T2S. Ce cas est particulièrement intéressant car il montre qu'une concurrence exacerbée pourrait entraîner, contrairement aux intuitions, une forme de « coordination » entre CSD.

Les non adhérents de la plateforme devraient de leur côté avoir une politique tarifaire moins systématique.

Dans 2 cas sur 4, le prix global pourrait augmenter. D'une manière générale, ils apparaissent comme « suiveurs » par rapport aux CSD membres de T2S. Ils subiront la pression qui s'exercera entre CSD adhérents et perdront des parts de marché, mais arriveront à limiter les baisses de prix quand elle leur sera imposée ou à augmenter les prix plus fortement que sous T2S.

Tous les CSD (membres et non membres) devraient finalement enregistrer un recul de leurs profits sur ces activités... sauf dans les deux situations de concurrence les plus extrêmes identifiées précédemment (concurrence bilatérale et faible attractivité/forte substituable). ■

## INDUSTRIE DU POST-MARCHÉ

# « IL Y AURA UNE BAISSÉ DE TARIFICATION DU RÈGLEMENT LIVRAISON »

Les travaux de la chaire d'économie expérimentale de l'Université Lyon II vont permettre aux acteurs du post-marché de baliser des pistes d'évolution de leur activité à moyen et long terme. Une anticipation essentielle pour cette industrie dans laquelle le lancement programmé de Target 2 Securities en 2013 va venir bouleverser les équilibres traditionnels.\*

Pierre Slechten, CEO d'Euroclear Belgique, France et Pays-Bas jusqu'en octobre 2009, a contribué à lancer les travaux de la chaire d'économie expérimentale de Lyon. Mais il a été nommé depuis Managing Director et responsable des ressources humaines pour le groupe Euroclear. C'est donc son successeur qui reprendra également le pilotage du comité avec la chaire.

### ■ Pourquoi ce sujet d'étude a-t-il été choisi pour la chaire ?

On parle peu dans le monde académique, particulièrement en France, du métier du post-marché. La plupart des chaires universitaires qui

supportent le monde financier ont une connotation plus *front office* ou *asset management* que *back-office*. Or le post-marché, depuis quelques années, est reconnu comme un élément important pour la stabilité et l'efficacité des marchés financiers. Il nous a semblé utile d'avoir un éclairage académique sur nos métiers et nous avons pris l'opportunité de ce qui constitue une révolution dans l'industrie de post-marché : l'introduction par la BCE de la plateforme européenne Target 2 Securities (T2S). L'approche d'économie expérimentale de l'Université Lyon II est particulièrement appropriée à nos métiers de réseaux et d'interactivité.

\*Voir article p. 72.