

## INTERVIEW

# CHAMBRES DE COMPENSATION : LA GUERRE DES PRIX



**CHRISTOPHE HÉMON**  
Directeur  
général  
LCH Clearnet  
SA

Dans un paysage concurrentiel essentiellement constitué de chambres de compensation « en silo\* », le modèle horizontal de LCH Clearnet fait un peu figure d'exception. Confrontée à une concurrence tarifaire sans concession, la société vise une organisation comparable à celle d'une utility, afin d'assurer la meilleure qualité de service au prix le plus bas.

### ■ Quel est votre positionnement dans le paysage de la compensation européenne ?

Nous sommes une des rares chambres de compensation européenne à avoir adopté un modèle horizontal, et avons été précurseurs en la matière. Avec le programme de rachat d'actions que nous avons initié il y a un peu plus d'un an, nous nous orientons vers une organisation « user-owned, user-governed ». De manière un peu historique, nous étions adossés à Euronext qui détenait 41,5 % du capital de LCH Clearnet. À l'issue de ce programme de rachat, nos usagers détiennent 73,3 % de notre capital et les Bourses 10,9 % – NYSE Euronext 5 %, le LME 4,4 % et ICE 1,5 %.

### ■ Quels sont les avantages et les inconvénients du modèle horizontal ?

Cette situation de chambre de compensation « horizontale » est vertueuse. Ce positionnement nous donne la possibilité de compenser les opérations d'un certain nombre de plateformes ou de Bourses traitant des mêmes produits, ce qui permet à nos clients de bénéficier des effets maximums de netting des positions, de calculs de risques intégrés, de gestion de leur

collatéral et d'optimisation de leur règlement-livraison.

Il est moins évident, pour les chambres de compensation « verticales », d'accepter une plateforme de trading qui entre en compétition avec leur propre actionnaire.

En revanche, le prix de compensation que nous affichons doit couvrir l'ensemble des coûts correspondants aux services que nous offrons. Les chambres de compensation qui ont adopté le modèle vertical peuvent, quant à elles, mutualiser leurs coûts au sein du groupe, notamment les coûts informatiques, et afficher ainsi un coût de compensation facial inférieur.

### ■ En quoi le modèle vertical peut-il constituer un obstacle à la concurrence ?

Le modèle horizontal peut se révéler être un handicap pour nous. En effet, toute chambre de compensation peut nous demander un accès, et d'après les termes du code nous n'avons pas le droit de le refuser. En revanche, lorsque nous demandons la compensation sur un autre marché, nous devons formuler notre demande auprès de la plateforme de trading, du dépositaire et de la chambre de com-

pensation. Dans un modèle vertical, la Bourse nous répond fréquemment par la création d'un nouveau comité qui va statuer sur les modalités et le contexte dans lequel une nouvelle chambre de compensation peut être admise sur ce marché. C'est le cas par exemple de l'Allemagne.

Lorsque Cassa de Compensazione & Garanzia ou EMCF – la chambre de compensation de Chi-X – demande l'accès à Euronext, la réponse est positive, dès lors que la chambre de compensation sert les quatre marchés de la zone euro et l'ensemble des produits traités.

### ■ Vous semblez dire que les chambres de compensation ne jouent pas le jeu de la concurrence ?

Très sincèrement, le code est utilisé de manière très différente par les chambres de compensation. La Commission a fortement insisté auprès des infrastructures pour qu'elles signent le code, ce qu'elles ont fait mais sans savoir dans le détail ce que cela impliquait en termes de mise en œuvre en matière d'interopérabilité. Nous n'avons constaté qu'après ce qu'il signifiait réellement au fur et à mesure des différentes réunions organisées avec les autres chambres de compensation et en découvrant les impacts sur la gestion des risques, le règlement-livraison, etc.

### ■ Pensez-vous que le modèle en silo puisse être remis en question ?

Cette remise en question peut s'effectuer sous la pression des utilisateurs. Dans la mesure où les grands marchés réglementés ont tous fait l'objet

\* Modèle en silo : intégration verticale des activités de marché (négociation) et de post-marché (compensation, règlement-livraison).

« À terme, cette concentration appelée de tous ses vœux par l'ensemble de la communauté financière, devrait voir le jour, vraisemblablement autour de deux ou trois pôles de compensation seulement. »

d'une démutualisation et qu'ils sont contraints de servir une rémunération attractive à leurs actionnaires, leur politique commerciale, notamment en matière de prix sur le clearing, s'en trouve restreinte. Ils ont tout intérêt à pousser pour une « désiloisation » des activités pour pouvoir s'orienter vers un modèle d'utility.

Un autre facteur pourrait également avoir un impact sur le devenir du modèle en silo. Lors de la fusion de LCH et de Clearnet, certains militaient déjà pour une spécialisation des chambres de compensation : les dérivés en Allemagne, les produits de taux, les swaps, les *commodities* à Londres, et le *cash equity* à Paris. Cette option peut être intéressante pour les utilisateurs. On assiste à une multiplication des plateformes, comme aux États-Unis. Les MTF ont trouvé une niche, capturent une partie du marché. Ils créent une vraie concurrence sur les prix de trading. Les utilisateurs pourraient donc trouver intéressant, tout en ayant le choix de leur plateforme de négociation, de centraliser leur compensation

## Le groupe LCH Clearnet

■ **Le groupe LCH Clearnet est issu de la fusion, en décembre 2003, de la London Clearing House – LCH Clearnet Ltd – et de Clearnet – LCH Clearnet SA.** C'est une chambre de compensation indépendante dont l'offre de service couvre une gamme de produits diversifiée : actions, options et futures traitées sur marchés réglementés, marchandises, énergie, produits de taux et pensions livrées, swaps de taux d'intérêt.

■ **En Europe, LCH Clearnet SA est leader sur la compensation des produits cash, marchandises et énergie.** Au niveau mondial, elle est n° 1 sur la compensation des swaps, n° 2 sur les produits de taux et pensions livrées et n° 4 sur les dérivés futures et options.

tant sur les actions que sur les dérivés, en bénéficiant ainsi d'une gestion du collatéral, du risque et du règlement-livraison unique.

### ■ Combien de demandes d'interopérabilité avez-vous reçues ou émises à ce jour ?

Nous avons 20 chantiers entamés ou en préparation à ce jour, et le terme de chantier n'est pas exagéré. Les modèles de *netting* sont différents, les modèles de calcul de risques ou d'application des opérations sur titres également ; la réconciliation suppose le développement d'outils spécifiques, entre autres.

Le code de conduite suppose la réciprocité. Cette réciprocité ne présente cependant pas le même intérêt dans tous les cas. Prenons l'exemple d'une chambre de compensation d'une Bourse de moindre activité qui a des coûts assez bas. Elle veut attaquer la compensation sur NYSE Euronext, et formule une demande d'accès. Si nos clients sont peu actifs sur cette zone, la réciprocité peut ne pas être intéressante ni pour eux ni pour nous.

Il est impossible de refuser une demande d'interopérabilité, même si le *business case* n'est pas équilibré. C'est une partie manquante du code que l'absence de détermination des critères d'acceptation d'une demande. Le risque est de se retrouver dans un « scénario spaghetti » dans lequel personne ne sera gagnant, parce que cela suppose la multiplication des équipes projets et donc des coûts.

### ■ L'interopérabilité tient-elle toutes ses promesses ?

À l'origine, les grands utilisateurs ont demandé davantage de concurrence. Aujourd'hui, sur le marché anglais qui a été précurseur en la matière, sept chambres de compensation vont potentiellement coexister. Cela signifie qu'il faudrait établir sept liens et mettre en place une gestion des risques malgré la dispersion des collatéraux. Cela induit des coûts de compensation supérieurs.

Si le code a permis de baisser les coûts dans un premier temps, une complication du modèle ne peut qu'aboutir à l'annulation de cet effet vertueux du code. Cela ne présente plus d'intérêt pour nos clients.

### ■ Se dirige-t-on vers un mouvement de concentration dans ce cas ?

Dans un premier temps, non. Les chambres de compensation vont établir des liens hors de leur marché local. On peut donc prévoir une période de frénésie, au cours de laquelle tout le monde va vouloir se positionner sur tout, y compris, grâce à la MiFID, certains de nos clients eux-mêmes, ainsi que les plateformes de trading.

À terme, cette concentration appelée de tous ses vœux par l'ensemble de la communauté financière, devrait voir le jour, vraisemblablement autour de deux ou trois pôles de compensation seulement. Nous sommes encore dans une phase marketing où lorsque nous annonçons une baisse tarifaire, d'autres chambres de compensation font de même, dès le lendemain. C'est le client final qui est gagnant, puisque nous avons baissé nos tarifs de façon très significative : 15 % début 2007, 35 % au 1<sup>er</sup> octobre 2007, 25 % au 1<sup>er</sup> avril 2008. À la faveur de notre programme de rachat d'actions, nous nous orientons vers un mode d'organisation qui se rapprochera de celui d'une utility, charge à nous d'offrir la même qualité de service, à un prix inférieur qui corresponde à l'attente des utilisateurs. Cette concurrence aura ses limites, l'essentiel des coûts étant liés aux développements informatiques, nous devons constamment réinvestir pour préserver notre compétitivité.

### ■ À l'horizon 4-5 ans, sur quels produits pensez-vous que les chambres de compensation vont se développer ?

Les *commodities*, notamment liées à l'énergie, constitueront selon toute probabilité, un des axes de développement. Nous allons d'ores et déjà compenser Bluenext, la Bourse de produits environnementaux créée par NYSE Euronext et la Caisse des Dépôts. De même, nous venons d'annoncer un accord de clearing avec le NYMEX. Nous commençons par ailleurs à établir des contacts avec des Bourses russes, la BCEX. Sur les marchés actions également, avec l'arrivée de nouveaux MTF, nous prévoyons des possibilités d'extension de notre activité. Nous avons signé un accord avec la plateforme de négociation Börse Berlin Equiduct Trading.

### ■ Un modèle vertical n'est-il pas plus propice au développement des activités sur le marché des produits dérivés ?

En effet, le Liffe est la seule Bourse de produits dérivés qui soit en modèle horizontal. Cependant le paysage concurrentiel de nos clients évolue : par exemple, nous tenons en ce moment des discussions avec des utilisateurs. Un consortium, Rainbow, s'est constitué à Londres. Il est composé de NewEdge, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Deutsche Bank, UBS, Man Financial et Barclays. Ce consortium souhaite créer une plateforme de trading afin de réduire les coûts de trading, qu'ils estiment trop élevés.

Il peut y avoir, pour une Bourse, un intérêt à se « reverticaliser ». En effet, outre l'internalisation des revenus de la compensation qui représente un élément non négligeable, si elle a une équipe projet dédiée exclusivement au développement de ses produits, elle est assurée de toujours bénéficier de l'attention nécessaire et suffisante. Dans un modèle horizontal, la multiplication des demandes de Bourses désireuses de se positionner sur toujours davantage de produits, malgré des équipes performantes, peut créer un temps d'attente dans les développements et la livraison. Nous ne sommes après tout qu'une PME.

### ■ Vous avez parlé de zones d'expansion, quelles sont-elles ?

Plusieurs zones d'expansion sont en cours d'étude. Nous réfléchissons chez LCH Clearnet SA, dans le cadre du code de conduite, à la possibilité d'étendre notre modèle de la compensation à des titres situés hors de la zone Euronext. De plus, il ressort des divers comités de place le souhait de proposer la compensation et le règlement-livraison en devises autres que l'euro. Enfin, en termes d'expansion géographique, l'évolution de certains marchés européens proches retient toute notre attention. Si les gouverneurs des Banques centrales se prononcent en faveur du projet Target 2 Securities cet été, deux pays devront « passer » à la compensation, il s'agit de l'Espagne et de la Grèce. Le 28 décembre dernier, les régulateurs espagnols ont accepté le principe de

création d'une chambre de compensation. Ils vont utiliser dans un premier temps la chambre de compensation locale, active sur les dérivés, mais une interopérabilité pourrait être envisagée avec elle par la suite.

### ■ Comment concevez-vous votre stratégie, entre LCH Clearnet SA et LCH Clearnet Ltd ?

Les deux filiales ont des profils différents : la palette de LCH Clearnet Ltd est plus vaste, comprenant à la fois les produits d'actions et dérivés mais également les swaps, et les produits de taux sur titres d'État anglais, néerlandais, portugais, belges.

LCH Clearnet SA tire 70 % de ses revenus du cash, 25 % des dérivés, et le reste des produits de taux.

Notre stratégie chez LCH Clearnet SA consiste à établir des liens vers d'autres plateformes de trading sur la partie cash equity, y compris pour des concurrents de NYSE Euronext – nous travaillons ainsi, à la demande de nos clients au développement d'un accès à Chi-X et à consolider notre part de marché sur les dérivés. Sur la partie taux, nous avons étendu le modèle aux produits de taux italiens. Nous avons récupéré les deux tiers du marché italien à Paris.

### ■ Quelles sont vos relations avec les MTF, y a-t-il une bataille pour décrocher des partenariats avec eux ?

Une réelle concurrence existe aujourd'hui en effet, y compris sur les MTF en création, comme NYFIX et Equiduct.

Paradoxalement, cependant, nous sommes davantage dans une démarche de sélection des demandes, et sur l'anticipation des volumes que ces plateformes vont être en mesure de capter. Cette situation s'apparente à celle que nous avons vécue au moment de la naissance des plateformes électroniques de trading sur les produits de taux : tous les mois ou presque, une nouvelle plateforme était créée. Petit à petit, un effet de concentration a joué. À notre avis, le même mouvement de concentration pourrait advenir parmi les MTF. Toutes les plateformes ne sont pas viables, mais il nous faut suivre les initiatives, parier sur les meilleures. ■

## INTERVIEW

### Le code de conduite du secteur de la compensation et du règlement



**CHRISTOPHE HÉMON**  
Directeur général  
LCH Clearnet SA

#### Le point de vue de Christophe Hémon

L'Association européenne des chambres de compensation à contrepartie centrale (European Association of Central Counterparty Clearing Houses – EACH) et l'Association européenne des dépositaires centraux de valeurs mobilières (European Central Securities Depositories Association – ECSDA) ont élaboré un code de conduite à la demande du Commissaire Charlie McCreevy. Il a été signé le 7 novembre 2006 par tous leurs membres. Les dispositions inscrites dans ce code concernent trois principaux aspects :

- la transparence des prix et des services, applicable depuis fin 2006 ;
- l'accès et l'interopérabilité, applicable depuis fin juin 2007 ;
- enfin, la séparation des services et la comptabilité séparée, entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2008.

#### ■ Quelles critiques formulez-vous à l'égard de ce code ?

Aujourd'hui, des manques apparaissent dans la rédaction de ce code, notamment en matière de gestion des risques. Le code ne détermine pas le modèle de référence à appliquer, entre celui de la contrepartie centrale historique, et celui de la contrepartie centrale demandeuse de l'accès. Via EACH, l'Association européenne des chambres de compensation, nous essayons de créer un canevas sur la gestion des risques. Quels que soient les aspects tarifaires, cet aspect doit être fixé pour faciliter le suivi.

#### ■ Comment se sont déroulées les négociations avec les régulateurs ?

De nombreuses discussions se sont tenues avec nos régulateurs afin de déterminer les différents modes opératoires. La complexité des sujets traités ainsi que la multiplication du nombre de régulateurs – 10 pour la zone Euronext regroupant les 4 pays – ont allongé ces négociations. De plus, ne s'agissant pas d'une directive, parfois soumis à des spécificités locales, les régulateurs sont libres de mettre en place des règles qui peuvent être différentes selon les cas.