

La compensation des produits dérivés : évolutions structurelles et réglementaires

Par Margherita REDAELLI ⁽¹⁾

Docteur de recherche ès sciences politiques et expert scientifique à l'Université de Pise

Avéré pendant la crise financière, le succès des dispositifs de maîtrise des risques par les contreparties centrales a porté les régulateurs d'après-crise à confier à ces dernières des rôles et des risques qui en font des entités potentiellement différentes de ce qu'elles étaient auparavant, notamment en ce qui concerne la compensation des dérivés négociés de gré à gré. Cette tendance, unie aux problématiques de mise en œuvre et à l'évolution de la structure du marché, est susceptible d'introduire de nouveaux risques qui requièrent, pour être encadrés, une surveillance renforcée et une coordination étroite au niveau international.

Qu'est-ce que la compensation par contrepartie centrale ?

Les contreparties centrales (CCPs) sont des établissements qui garantissent la bonne fin de transactions financières après leur négociation. En 2013, les 40 principales CCPs dans les pays du G20 ont traité 32 milliards de transactions financières, pour une valeur totale de plus de 480 000 milliards de dollars ⁽²⁾.

Une CCP s'entremet entre un vendeur et un acheteur de titres et, par le biais d'un procédé juridique dit de *novation*, remplace le contrat de vente initial par deux contrats : l'un entre le vendeur de titres et la CCP qui s'en porte acheteur, et l'autre entre l'acheteur de ces mêmes titres et la CCP qui les lui vend ⁽³⁾. Cette duplication contractuelle comporte trois avantages majeurs en termes de protection du marché. En premier lieu, elle minimise les risques de contrepartie supportés par chaque intervenant, qui n'a plus à se soucier de la solidité financière de sa contrepartie, du niveau de ses expositions ou de sa capacité à honorer ses obligations. En effet, en cas de défaut d'un intervenant, la CCP prend sur soi l'obligation d'acheter les titres ou le cash, et de les livrer à la contrepartie originaire dudit intervenant.

En second lieu, elle résulte de la concentration de plusieurs positions du même intervenant sur la CCP, ce qui a pour effet de réduire les flux de liquidité nécessaires au dénouement de l'ensemble des transactions de ce dernier. Par rapport à un marché où les contrats seraient traités en brut et de façon

strictement bilatérale, la CCP permet jusqu'à 90 % de réduction des besoins en liquidité pour le dénouement des transactions grâce au calcul des positions nettes et au traitement simultané des transactions similaires ayant une contrepartie commune et négociées à une date donnée.

Enfin, la CCP assure un système opérationnel à l'état de l'art pour la gestion de l'information et la transmission de celle-ci aux systèmes de paiement, aux référentiels centraux de données et, le cas échéant, à d'autres intervenants.

La concentration de ces fonctions au sein de la CCP exige qu'elle mette en place un système de maîtrise de risques rigoureux, qui s'articule généralement autour de deux principes : la sélection à l'entrée et l'accumulation de réserves.

(1) Je souhaite remercier tout particulièrement M. Carlo Comporti, M. Mario Nava, M. François Valérian, M. Fabrizio Planta, M. Sebastijan Hrovatin et M. le Professeur Carlo Filippini. Les opinions exprimées dans cet article reflètent seulement celles de son auteur.

(2) Données tirées du rapport du Comité des Paiements et des Infrastructures de Marché, Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPML countries. Figures for 2013, septembre 2014. Environ 20 CCPs sont établies dans l'Union européenne dont moins de 10 de grande envergure.

(3) La CCP devient aussi, selon la définition désormais classique, « le vendeur de chaque acheteur et l'acheteur de chaque vendeur ». Pour une introduction à l'histoire et au fonctionnement des CCPs, voir NORMAN (P.), *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, Wiley, 2011, et KOKKOLA (T.) (ed.), *The Payment System*, Banque Centrale Européenne, 2010.

Le premier principe (la sélection à l'entrée) s'exprime dans les conditions d'admission des membres compensateurs. Ces conditions vont des exigences en capital de l'adhérent compensateur à son statut réglementaire, en passant par ses capacités techniques et opérationnelles ⁽⁴⁾.

Le deuxième principe (l'accumulation de réserves) est mis en œuvre à travers la collatéralisation des positions de chacun des adhérents compensateurs en proportion du volume, du niveau de risque et de la concentration de ses positions, ainsi qu'en proportion du risque de contrepartie auquel il expose la CCP.

La CCP surveille le niveau de ces risques et recalcule en continu le montant des ressources financières qui lui seraient nécessaires pour prendre en charge les positions d'un adhérent compensateur, si celui faisait défaut dans des conditions de marché stressées. Chaque jour, la CCP règle avec ses membres la variation de collatéral requis à cette fin, sous la forme d'appels de marges adressés à ses adhérents compensateurs. De plus, les membres contribuent à une réserve commune destinée à faire face à des surcroûts de besoins de ressources. Cette dernière réserve est connue sous le nom de *fonds de défaillance* et témoigne de la disposition des membres à supporter un coût supplémentaire pour renforcer les capacités financières de la CCP, plutôt que d'avoir à assumer les conséquences de l'implosion du marché qui ne manquerait pas de résulter d'un défaut non maîtrisé de la CCP.

Cette priorité accordée à la protection du marché par rapport aux participants pris individuellement, justifie la pratique d'appels de marges supplémentaires (*add-on*) adressés à un adhérent dont les conditions financières se dégradent. Cette pratique procyclique est susceptible d'envoyer au marché un signal adverse, voire même déstabilisant pour l'établissement en difficulté, mais elle a permis entre autres à des CCPs confrontées à des faillites bancaires de limiter leurs pertes d'une façon assez surprenante.

Un marché en pleine évolution

En osant la comparaison entre le système financier et un système thermodynamique, on pourrait montrer que dans un moment donné, le système financier supporte un risque constant dans l'ensemble de ses parties. Ce risque ne peut pas être éliminé, mais il peut être soit redistribué entre les différentes parties, soit contenu, mais avec la contrepartie d'un coût toujours élevé pour les intervenants.

L'un des objectifs de la réglementation d'après-crise est le cantonnement aux CCPs du risque associé aux produits dérivés de gré à gré, dont on estime la valeur notionnelle à 691 000 milliards de dollars dans les pays du G20 à fin juin 2014 - une valeur en nette croissance tendancielle dans les dernières années ⁽⁵⁾.

Le paradoxe est que le succès des CCP d'avant-crise dans leur rôle de « tuyaux sécurisés » de transmission des transactions financières les porte à assumer après la crise des rôles et des risques qui font d'elles des entités se différenciant de ce qu'elles étaient auparavant ⁽⁶⁾.

En effet, les CCPs ont émergé de la crise comme un des rares éléments du système en mesure d'activer de façon opportune des procédures de limitation de pertes suite au défaut d'une contrepartie. En outre, les régulateurs ont vu dans l'utilisation poussée des CCPs une occasion d'accroître la transparence et la liquidité des transactions sur dérivés, dont l'opacité avait conduit avant la crise à l'accumulation disproportionnée de risques au sein de certains intervenants ⁽⁷⁾.

Certes, les CCP n'ont pas pour finalité de maintenir la liquidité du marché, d'autant plus que crises et défauts s'expriment souvent sous la forme de crises soudaines de liquidités, plutôt que de solvabilité ⁽⁸⁾. Mais la législation post-crise mise entre autres sur leurs dispositifs de maîtrise des risques pour accroître la perception de sécurité des marchés, et donc influencer le comportement des intervenants dans le but de limiter la volatilité de certains marchés due à des crises de confiance.

La sécurité des CCPs a été un sujet de réflexion majeur dans les groupes de travail internationaux, car leur fragilisation du fait de leur utilisation accrue mènerait à terme à la perte de leur crédibilité, au grand détriment de la stabilité financière. Ainsi, les *Principes pour les infrastructures de marchés financiers* publiés en 2012 par le Comité des Paiements et des Infrastructures de Marché de la Banque des Règlements Internationaux et par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (connus sous le nom de Principes CPMI-IOSCO) cherchent à relever ce défi en renforçant les exigences de sécurité applicables aux CCPs et en introduisant des dispositions supplémentaires en matière de compensation des produits dérivés ⁽⁹⁾.

(4) Voir le Code monétaire et financier, Livre IV, Titre IV, Articles L. 440-2 et suivants. Pour les conditions d'adhésion à la CCP française LCH. Clearnet SA, voir également le Titre II de ses Règles de la Compensation publiées sur : www.lchclearnet.com

(5) Voir : Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Statistical release, OTC derivatives statistics at end-June 2014, novembre 2014. Voir le passage du communiqué du G20 de Pittsburgh (juillet 2009) recommandant un usage accru de la compensation par contrepartie centrale pour les instruments dérivés négociés de gré à gré.

(6) Une réflexion académique et réglementaire a été engagée sur le nombre optimal des CCPs dans un marché. Voir, entre autres RENAULT (F.), « Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique », Banque de France, Revue de la Stabilité Financière 14, 2010, pp. 191-198, et DUFFI (D.) & ZHU (H.), Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper 46, 2009.

(7) Il ne faudrait néanmoins pas en conclure qu'une compensation de tous les instruments financiers serait souhaitable. Tout d'abord, certains contrats dérivés sont établis pour corriger le risque créé par une transaction indépendante - les compenser signifierait les dissocier de leur transaction-jumelle, et donc amoindrir leur pouvoir de hedging. Aussi, il est nécessaire de laisser au marché la faculté de créer et de négocier des contrats fortement sur-mesure qui, par conséquent, n'ont pas vocation à être compensés par une CCP (voir : SIDANIUS (Che) & WETHERILT (Anne), Thoughts on determining central clearing eligibility of OTC derivatives, Bank of England Financial Stability Paper 14, March 2012).

(8) Un élément clé de la crise financière a été, en effet, une crise de liquidités dans laquelle « les banques ne se faisaient plus confiance entre elles ». Voir, par exemple, Les leçons d'une crise. Quelques pistes de réflexion, Discours de M. Jean-Paul Redouin, sous-gouverneur de la Banque de France, Paris, 17 décembre 2008.

(9) Le renforcement des standards est attesté, par exemple, par le Principe 4 sur la couverture du risque de crédit ou par le Principe 15 sur la couverture du risque général d'activité.



Photo © Pierre Gleizes/REA

« Ainsi, les Principes pour les infrastructures de marchés financiers publiés en 2012 par le Comité des Paiements et des Infrastructures de Marché de la Banque des Règlements Internationaux et par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (connus sous le nom de Principes CPMI-IOSCO) renforce les exigences de sécurité applicables aux CCPs et introduit des dispositions supplémentaires en matière de compensation des produits dérivés. » Le bâtiment de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle, septembre 2010.

Si le recours accru aux CCP est une conséquence de la crise, la structure du marché des CCPs avait commencé à évoluer plusieurs années auparavant. De monopoles nationaux actifs sur les marchés réglementés et de supposés *monopoles naturels* en vertu de leurs coûts de réseau et de leur taux d'investissements, les CCPs sont entrées graduellement en compétition directe entre elles et ont aujourd'hui vocation à se transformer en centres de cantonnement d'un risque financier parfois très spécialisé et peu liquide ⁽¹⁰⁾. La mention - nouvelle - d'un *risque d'activité* supporté par les CCPs dans les standards CPMI-IOSCO reconnaît de fait cette transformation du marché. Du point de vue des CCPs, ces développements se traduisent par des stratégies de différenciation active entre les concurrents ⁽¹¹⁾ et par la recherche constante de gains de marché dans l'environnement souvent restreint des grands *dealers* internationaux. Ces stratégies aboutissent à une réduction de la fongibilité entre CCPs, en dépit de leur plus grand nombre et du risque plus élevé de leur activité : de nouveaux défis se substituent donc aux anciens.

Avec l'obligation de la compensation par contreparties centrales de certains instruments dérivés, l'évolution structurelle s'intensifie et s'étend potentiellement à l'ensemble du marché du fait d'une sélection plus stricte à l'entrée des adhérents compensateurs, qui se justifie par une moindre transpa-

rence du prix des instruments dérivés, par leur complexité et par leurs exigences accrues en termes de liquidité. De cette réduction du nombre de participants directs de la CCP par rapport à l'ensemble des intervenants qui accèdent à ses services, résulte une structure de marché pyramidale dans laquelle la majorité des intervenants accède indirectement à la compensation, par le biais d'une relation contractuelle avec un ou plusieurs participants directs.

Cette structure de marché redistribue certains risques hors de la CCP et en introduit de nouveaux, qui sont spécifiques à l'intermédiation, en proportion de l'éloignement entre l'intervenant et la CCP. À leur tour, les participants directs à la CCP sont susceptibles de devenir des nœuds encore plus critiques du système financier, comparables pour certains d'entre eux à des quasi-infrastructures ⁽¹²⁾. C'est pourquoi une discipline de surveillance fonctionnelle des activités de compensation au sein de la supervision bancaire commence à se développer à ce jour ⁽¹³⁾, tandis que de nouvelles initiatives réglementaires visent à mettre en place un cadre de maîtrise du risque de défaut des CCPs. Il s'agit de mécanismes dits de résolution, dont la mise au point représente peut-être un des défis majeurs à venir dans la réglementation financière internationale ⁽¹⁴⁾.

(10) Pour une étude de l'évolution de la structure de marché entre 2000 et 2010, voir Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, *Market structure developments in the clearing industry: implications for financial stability*, November 2010.

(11) Par exemple, par le biais de la constitution d'une position dominante sur la compensation de certains produits, par une structure de prix avantageuse pour la compensation de grands volumes de transactions, ou bien encore par la connexion privilégiée avec des plateformes d'échange importantes.

(12) Les problèmes liés à la structure du marché sont pris en compte à plusieurs titres dans la nouvelle réglementation. Si le standard CPMI et la Commission européenne se sont montrés soucieux de favoriser un accès des plus ouvert aux infrastructures, le Règlement européen 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux » (EMIR - publié au Journal officiel de l'Union européenne, L. 201, pp. 1-59) prévoit une stratification du marché jusqu'au troisième degré (celui des clients des adhérents compensateurs).

(13) Au niveau micro-prudentiel, l'existence de règles internationales sur l'exposition aux CCPs illustre l'attention portée par les autorités aux risques liés à la compensation. L'article 302 du Règlement (UE) 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR - publié au Journal Officiel de l'Union européenne, L. 176, 27 juin 2013, pp. 1-337) impose, en effet, aux établissements de crédit de surveiller leur exposition aux CCPs. Aussi, au niveau macro-prudentiel, des études ont-elles paru sur la question de la surveillance des activités de compensation (voir, notamment, HERMANS (L.), Mc GOLDRICK (P.) & SCHMIEDEL (H.), "Central counterparties and systemic risk", *Macro-prudential Commentaries*, European Systemic Risk Board, November 2013).

(14) On ne pourra pas traiter dans l'espace de cet article des thématiques liées à la résolution des CCPs. Il suffira de mentionner les plus grands défis à relever en cette matière : limitation de l'utilisation de fonds publics pour renflouer les ressources de la CCP défailtante, réduction de la dépendance de la CCP vis-à-vis de ses adhérents compensateurs au moment du défaut, réduction du risque de contagion entre les différentes parties du marché, disponibilité de ressources financières (capitalisées au préalable ou non) suffisantes pour assurer une couverture complète des pertes. Voir : Commission européenne, *Consultation on a possible framework for the recovery and resolution of nonbank financial institutions*, octobre 2010 ; CPMI-IOSCO, *Recovery of financial market infrastructures*, 15 octobre 2014 ; European Association of Clearing Houses, *Recovery and Resolution of CCPs*, juillet 2014 ; JP Morgan Chase, *What is the resolution plan for CCPs ?*, septembre 2014 ; Eurex, *How central counterparties strengthen the safety and integrity of financial markets*, juillet 2014.

Une coordination difficile

La mise en avant des CCPs dans la compensation des produits dérivés en favorise l'internationalisation, et ce d'autant plus que les contrats dérivés sont souvent souscrits par des établissements ayant une présence planétaire et s'adressant à un marché interconnecté et global.

Cette réalité contraste avec la nécessaire fragmentation de la réglementation et de la supervision au long des frontières politiques. Les principes dits PFMI (*Principles for financial market infrastructures*) introduisent la responsabilité qui incombe aux autorités de supervision de coopérer entre elles. Mais les grands enjeux de coopération doivent également englober la mise en œuvre de la réglementation ⁽¹⁵⁾.

Les groupes internationaux, tels que le CPMI-IOSCO, sont composés de spécialistes qui veillent à la rationalisation des principes de sécurité au niveau théorique. Avec la complexité accrue de la compensation de dérivés de gré à gré, ces groupes ont produit des standards nécessairement articulés, qui, de ce fait, ont ouvert la voie à des transpositions réglementaires différentes selon les juridictions d'application. De surcroît, l'anticipation de telles divergences a poussé plusieurs juridictions à chercher à se protéger contre des réglementations étrangères moins contraignantes, et donc plus intéressantes aux yeux des intervenants de marché. Pour poursuivre leur objectif, les différentes autorités nationales ont employé deux méthodes. La première méthode a consisté à ne pas reconnaître les CCPs étrangères dont la juridiction est plus complaisante, et ce afin de limiter l'exploitation d'*arbitrages réglementaires* par les intervenants de marché. La deuxième a résidé dans l'insertion dans sa propre législation de dispositions ayant un effet *extraterritorial*.

Les problèmes liés aux différences de transposition se font d'autant plus pressants dans le cas de l'Europe et des États-Unis que la majorité des banques d'importance systémique et des CCPs ont une présence significative en Europe ou aux États-Unis. La création parallèle et la longue gestation de la législation d'après-crise dans ces deux juridictions ont eu pour conséquence la production de textes instaurant des provisions extraterritoriales, adoptées certes dans le but de limiter les risques, mais aussi comme moyen de négociation politique. Un exemple particulièrement clair en est, d'un côté, l'article 4(4) du *Règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* (EMIR) en Europe, et de l'autre, son homologue dans la Section 22 du *Securities Act 1933* modifié par le Titre VII du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, aux États-Unis, qui introduit un principe d'applicabilité extraterritoriale à toute transaction ayant « un effet direct et prévisible » sur la juridiction d'origine, et ce indépendamment du lieu de négociation. Les critères d'identification de ces transactions devant être développés ultérieurement,

ces dispositions ont inauguré une phase de négociation très intense entre régulateurs, ainsi qu'une période de forte incertitude du marché.

À partir de 2009, CCPs et institutions financières ont en effet détourné une partie de plus en plus significative de leurs ressources pour chercher à influencer les résultats de la négociation et à anticiper l'impact, y compris du point de vue opérationnel, d'exigences réglementaires hétérogènes et encore provisoires. De leur côté, les régulateurs ont repoussé à plusieurs reprises les échéances trop ambitieuses annoncées pour la finalisation de la législation secondaire ou pour sa mise en œuvre.

Des avancées ont depuis été réalisées : une bonne partie des mesures applicatives attendues ont été publiées, réduisant ainsi la marge d'incertitude, et la Commission européenne et l'*U.S. Commodity Futures Trading Commission [CFTC]* ont souligné déjà en juillet 2013 leur intention de coopérer pour résoudre leurs divergences. Aujourd'hui, l'Union européenne soutient que les exigences de marges aux États-Unis sont insuffisantes et reconnaît qu'elles rendent les CCPs américaines plus attractives du point de vue concurrentiel, étant moins coûteuses pour les intervenants de marché. Ainsi, l'Union n'a toujours pas, à ce jour, reconnu la juridiction des États-Unis comme équivalente, une étape pourtant nécessaire pour que les participants européens puissent adopter des charges réduites en capital relativement à leur exposition aux CCPs américaines. Pour sa part, la CFTC se propose de restreindre les opérations des CCPs ne disposant pas d'un agrément de *Derivatives Clearing Organisation*, c'est-à-dire la grande majorité des CCPs européennes.

Comme cela a été évoqué par plusieurs spécialistes, une solution pragmatique à ces divergences pourrait consister en la reconnaissance d'une équivalence entre juridictions, en l'admission mutuelle de *substitute compliance* pour les CCPs d'origine étrangère et en l'application de standards de maîtrise de risques comparables, ce qui ferait entre autres converger le coût d'adhésion pour les participants, et donc éliminer les déséquilibres concurrentiels.

Parvenir à ce résultat paraît désormais n'être plus qu'une question de temps. Mais les nombreux obstacles rencontrés pour y arriver serviront peut-être d'incitation à une coordination plus étroite sur les dossiers réglementaires futurs.

(15) Pour les progrès dans la mise en œuvre de la réglementation sur la compensation des dérivés dans les juridictions du G20, voir : *Financial Stability Board, OTC Derivatives Market Reforms Eighth Progress Report on Implementation, 7 novembre 2014.*