

“IL Y A CCP ET CCP”*



Marie Agnès Nicolet

Présidente
Audisoft
Consultants



Emmanuel de Fournoux

Directeur
infrastructures
de place et
réglementation
prudentielle
Amafi

Alors que la mise en place de chambres de compensation pour les CDS et autres produits dérivés progresse à grands pas, ces nouveaux établissements financiers auront-ils la capacité à gérer les risques, notamment systémiques, induits par ces produits complexes et leur concentration dans un nombre réduit d'établissements ?

Depuis le milieu des années 1980, les chambres de compensations (autrement appelées CCP pour *central counterparty*) ont été utilisées pour les produits traités sur les marchés organisés (actions et dérivés listés) puis, progressivement, pour les produits de gré à gré les plus standardisés (produits de taux au comptant) avec une efficacité indéniable.

Les réflexions liées à la crise menées par les régulateurs européens et américains, mais aussi par l'industrie financière, ont conduit à considérer que la protection contre le risque systémique, dont les marchés se sont révélés un outil de propagation, et la restauration de la confiance étaient en partie conditionnées par le recours plus massif aux chambres de compensation pour les produits dérivés de gré à gré, à tout le moins pour ceux qui pouvaient faire l'objet d'une certaine standardisation. C'est le cas notamment des *credit default swaps* (CDS) pour lesquels les établissements financiers, fortement stimulés par les régulateurs, ont entrepris un travail important de standardisation et se sont engagés à utiliser des CCP en

Europe et aux États-Unis. Par ailleurs, le recours aux CCP répond également à l'objectif d'assurer une meilleure visibilité des superviseurs sur le volume des transactions négociées par les acteurs de marché.

LES EFFETS VERTUEUX DES CCP SONT INDÉNIABLES

Il est indéniable que les CCP, pour autant qu'elles soient bien contrôlées, contribuent efficacement à la réduction globale des risques liés aux opérations de marché. Deux éléments majeurs concourent à cette diminution du risque :

- le *netting* multilatéral des positions prises par les opérateurs ;
- la mise en place d'appels de marges systématiques qui permettent de réévaluer, au moins sur une base quotidienne, le montant des risques à assurer en fonction de l'évolution du prix des actifs pris en charge par la CCP.

Il convient à cet égard de noter que les CCP traditionnelles ont traversé plusieurs crises financières dans des conditions satisfaisantes.

Néanmoins, la prise en charge par les CCP de produits dont la complexité n'a rien à voir avec celle des produits au comptant ou des dérivés listés, et dont les volumes de sous-jacents traités sont sans commune mesure avec ceux des marchés organisés, justifie que soit posée la question de la gestion des risques liés à l'utilisation des CCP, notamment pour risques systémiques. Cette question est d'autant plus justifiée que même pour les produits les plus traditionnels, de nouveaux acteurs sont apparus dernièrement en Europe à la suite de l'intense concurrence qui s'est développée entre plateformes de négociation avec la mise en œuvre de la directive Mif.

RISQUES SYSTÉMIQUES : L'EFFET DOMINO DES INSTRUMENTS DE GRÉ À GRÉ

Compte tenu des différences entre les chambres de compensation, la question du choix d'une CCP n'est pas neutre. Mais pourquoi se poser cette question aujourd'hui alors que les CCP existent depuis longtemps ?

*La version complète de cet article sera publiée dans le numéro de novembre de *Banque & Stratégie*.

Il est vrai que les CCP traditionnelles sont étroitement liées aux marchés réglementés *cash* et dérivés qu'elles compensent, même si la directive Mif a récemment changé la donne. Mais pour les instruments financiers se négociant essentiellement de gré à gré (CDS et autres produits structurés

OTC), le choix de la chambre de compensation est d'autant plus important que les risques encourus sont sans commune mesure avec ceux pris sur les marchés réglementés, de par les volumes en jeu et la nature des produits négociés (volatilité forte et liquidité faible).

Le risque systémique peut apparaître au sein d'une chambre de compensation si l'incapacité d'un adhérent

à remplir ses obligations entraîne l'impossibilité, pour d'autres adhérents, de s'acquitter de leurs propres obligations à échéance. On parle d'effet domino, suite à une crise de confiance dans la capacité de certains établissements à honorer leurs règlements. Or, si les CCP ont pour vocation de réduire significativement les risques pour les acteurs de marché par le biais du processus de novation et de *netting* multilatéral des échanges, tout en renforçant le contrôle global de tous ses adhérents, il n'en reste pas moins qu'elles concentrent la majorité des risques en leur sein et ont une responsabilité cruciale en matière de gestion de ces risques.

DES SCÉNARIOS DE RISQUES MULTIPLES

Plusieurs scénarios de risques majeurs sont à souligner :

- un *clearing member* ne peut apporter tous les collatéraux suite à un appel de marge (risque de défaut de la contrepartie) pouvant provoquer un effet domino de défauts en cascade ;
- certains collatéraux de *clearing members* sont des produits émis par des établissements en défaut au sein de la chambre ou d'une autre chambre de compensation ou sont en situation de dépôt de bilan ;
- les collatéraux déposés et/ou le fonds de garantie ne suffisent pas à couvrir un défaut, soit parce que les conditions d'adhésion de la chambre de compensation ne s'avèrent pas adéquates, soit parce que les règles de calcul ont été mal calibrées (modèles utilisés erronés, absence de mise à jour et de suivi des contributions, etc.) ;

“ Le risque systémique peut être accru par un effet de concentration des risques sur la chambre de compensation qui, ajouté à la perception des établissements bancaires de transférer leur risque de contrepartie, pourrait conduire les adhérents à accroître excessivement leur prise de risque sur les marchés financiers. ”

- une banque commerciale gérant les comptes de *cash* utilisés par plusieurs adhérents fait défaut. Les obligations de paiement des adhérents sont impossibles à remplir, créant un très fort risque de crédit et de liquidité pour la CCP. L'exposition totale de la chambre de compensation à cette banque peut largement dépasser l'exposition la plus large d'un adhérent unique ;

- une CCP a un lien d'interopérabilité avec une autre CCP qui tombe en défaut. Le risque de contagion à la CCP est important si les modalités juridiques du lien d'interopérabilité ne sont pas appropriées.

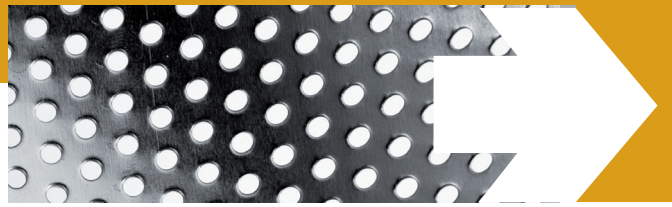
Ainsi, le risque systémique peut être accru par un effet de concentration des risques sur la chambre de compensation qui, ajouté à la perception des établissements bancaires de transférer leur risque de contrepartie, pourrait conduire les adhérents à accroître excessivement leur prise de risque sur les marchés financiers et ceci d'autant plus qu'on les y inciterait (par exemple en réduisant les exigences de fonds propres sur ces opérations). Dans ce contexte, tous les ingrédients d'une nouvelle crise systémique seraient rassemblés. Il importe donc que les risques relatifs aux systèmes de compensation soient gérés correctement afin d'éviter qu'ils constituent une source de perturbations systémiques pour les marchés de capitaux eux-mêmes, ainsi que pour les autres systèmes de paiement et de règlement.

SUPERVISION ET NORMES PRUDENTIELLES

Pour éviter le risque systémique, il paraît donc important de mettre en place (en même temps que l'incitation faite aux banques de recourir de manière plus systématique aux chambres de compensation) un système garantissant à la fois la sécurité des établissements compensateurs et la solidité des CCP.

Disposer de normes établies par des institutions internationales (cf. standards SEBC-CESR et CSPR-OICV) est nécessaire, mais pas suffisant, car les CCP ne sont pas toutes identiques et la seule manière de pouvoir s'assurer de leur solidité est de contrôler régulièrement l'ensemble des dispositifs assurant la pérennité de la chambre de compensation (dispositifs de contrôle, règles d'adhésion, calculs des appels de marges, collatéraux admis, réalité de la gouvernance, des dispositifs de contrôle interne et de la supervision).

Dans un environnement de plus en plus concurrentiel, il paraît même nécessaire que les superviseurs combinent contrôle périodique sur place et contrôle permanent, en complément de l'*oversight* des banques centrales ou que cet *oversight* soit renforcé ou étendu à une surveillance sur place s'il représente le seul dispositif de suivi des CCP. Cette évolution ne sera cependant possible que dans le cadre d'une harmonisation des



statuts des chambres de compensation vers un unique statut bancaire ou vers un nouveau statut spécifique propre à tous les systèmes de compensation (cet aspect étant aujourd'hui absent des normes internationales servant de socle à l'évaluation des CCP).

MISE EN PLACE D'UN CADRE EUROPÉEN DE POST-MARCHÉ

Il est indéniable que la situation du post-marché en Europe n'est pas satisfaisante. L'approche de la Commission européenne, fondée sur la concurrence et l'autorégulation (cf. le Code de conduite européen), n'a pas donné les résultats escomptés. S'agissant du règlement livraison, le système T2S mis en place sous l'égide de l'Eurosysteme, devrait offrir une solution européenne efficace. En revanche, la situation est particulièrement préoccupante pour l'aspect compensation. Pour cette activité, la notion d'interopérabilité promue par la Commission Européenne doit être regardée avec une circonspection accrue dans le domaine des dérivés, compte tenu de la nature des risques encourus. En particulier, la mise en place d'appels de marge entre chambres de compensation, permettant d'éviter des contributions mutuelles aux fonds de garantie, et l'étanchéité des *memberships* entre les différentes CCP semblent constituer un bon dispositif pour endiguer tout risque de contagion. Enfin, cette interopérabilité souhaitée peut contraindre les CCP à mettre en place des liens nombreux entre elles constituant des "spaghettis networks" coûteux, complexifiant les opérations et dont l'influence négative sur les risques opérationnels semble d'ores et déjà évidente. Dans un contexte où les systèmes de compensation mais aussi les systèmes de règlement livraison sont de plus en plus interconnectés, la solidité globale du système ne vaut que par celle de son maillon le plus faible.

Les standards CESR-ESCB [1], récemment adaptés pour tenir compte de la spécificité des marchés dérivés de gré à gré, constituent un premier socle utile d'harmonisation pour les CCP en Europe. Néanmoins, ce socle n'est pas suffisant pour assurer un véritable *level playing field* en Europe dans la mesure où ces standards n'ont pas une nature contraignante, où certains d'entre eux sont trop peu précis et où certains aspects ne sont pas traités (statut, gestion de certains risques...).

Il est dès lors indispensable que soit défini au niveau européen un cadre d'exercice des fonctions de post-marché qui, nécessairement, va bien au-delà des recommandations CESR-ESCB. S'agissant spécifiquement

des CCP, cette régulation devrait a minima porter sur les points suivants :

- encadrer les risques liés à l'activité de compensation (risque juridique, risque opérationnel, risque de crédit, risque de marché, risque de liquidité...);
- définir les conditions de compétition entre les CCP qui peut naturellement porter sur la nature et l'étendue des services à valeur ajoutée proposés, ainsi que sur les tarifs, mais ne devrait en aucun cas affecter négativement leur gestion des risques;
- prévoir, le cas échéant, une gouvernance des CCP par les utilisateurs, le contrôle par les entités qui prennent des risques vis-à-vis de la CCP pouvant être un moyen efficace de prévention du risque.

Comme l'ont montré certains événements intervenus pendant la crise financière, un des risques majeurs auquel doit faire face une CCP en cas de défaillance d'un participant important est le risque de liquidité. Pour prévenir ce risque, il est nécessaire que la CCP ait un lien direct avec la monnaie banque centrale des produits qu'elle compense. En situation de crise, seul un lien étroit avec

la banque centrale permet l'injection de liquidité en cours de journée (et en tant que de besoin, au-delà de la journée) nécessaire pour que la CCP puisse continuer de fonctionner de façon efficace vis-à-vis des participants non défaillants.

Sur ce point, il convient de souligner que les autorités américaines préconisent que les systèmes de *clearing* importants

“ Dans un environnement de plus en plus concurrentiel, il paraît même nécessaire que les superviseurs combinent contrôle périodique sur place et contrôle permanent, en complément de l'oversight des banques centrales ou que cet oversight soit renforcé ou étendu à une surveillance sur place s'il représente le seul dispositif de suivi des CCP. ”

soient placés sous l'autorité de la Fed et aient accès à la monnaie banque centrale. Dans son rapport publié en juin 2009[2], le Département du Trésor déclare ainsi : “We propose that the Federal Reserve have the responsibility and authority to conduct oversight of systemically important payment, clearing and settlement systems, and activities of financial firms” et ajoute : “We propose that the Federal Reserve have authority to provide systemically important payment, clearing, and settlement systems access to Reserve Bank accounts, financial services, and the discount window.”

LES DIFFÉRENCES DE QUALITÉ ENTRE CCP DOIVENT ÊTRE TRAITÉES PRUDENTIELLEMENT

Suite à ces réflexions, et pour éviter l'effet d'accroissement des transferts de risques vers les chambres de compensation, il est également nécessaire de traiter la

[1] CESR-ESCB : “Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union” (23 juin 2009).

[2] Rapport “A New Foundation : Rebuilding Financial Supervision and Regulation” (17 juin 2009).

chambre de compensation comme un risque de contrepartie, du point de vue bâlois.

À l'heure actuelle, lorsqu'un établissement transfère son risque de contrepartie vers la CCP, il ne conserve plus qu'une couverture en fonds propres liés aux dépôts de garantie et appels de marge calculés en fonction de l'exposition de ses opérations compensées par les CCP.

Les risques pris devraient alors faire partie du montant global alloué aux risques opérationnels, mais il faut souligner que, pour un niveau d'activité identique, ce transfert du risque de contrepartie ne nécessite aucune allocation supplémentaire au titre du risque opérationnel. En effet, pour le mode forfaitaire proposé par le comité de Bâle (approche de base et approche standard), l'exigence en fonds propres est calculée comme un pourcentage du produit brut moyen et ne sera pas influencée par les risques pris par les établissements vis-à-vis de leurs chambres de compensation. Par ailleurs, même en méthode avancée, le montant des fonds propres alloués reste très dépendant des méthodes d'évaluation des établissements.

Parallèlement, à considérer que ce risque n'existe plus en tant que risque de contrepartie, on incite les établissements à multiplier les volumes vers les CCP les plus concurrentielles qui peuvent être les plus risquées.

De même que les normes de solvabilité ont été revues pour conserver une allocation de fonds propres en face de risques titrisés, il ne faut pas considérer que le risque de contrepartie n'existe plus, mais considérer que chaque CCP constitue une contrepartie nécessitant une allocation de fonds propres chez ses adhérents plus en phase avec le montant de ses expositions, même si ce montant de fonds propres nécessaire devrait être plus faible que si l'établissement n'utilisait pas de chambre de compensation.

PONDÉRATION DU RISQUE : L'EXEMPLE AMÉRICAIN

La réévaluation du montant de fonds propres à mettre en face de chaque établissement compensateur pourrait alors être réalisée en fonction d'une cotation spécifique des CCP.

Ainsi, une CCP supervisée directement par une banque centrale et qui répondrait de manière sécurisante aux critères définis plus haut (dispositifs de contrôle, règles d'adhésion, calculs des appels de marges, collatéraux admis, réalité de la gouvernance, des dispositifs de contrôle interne et de la supervision) pourrait voir son risque pondéré diminuer fortement, tandis que d'autres CCP nécessiteraient une allocation de fonds propres supérieure selon la typologie des produits traités, le profil de risque de la chambre et son niveau de conformité aux standards internationaux

À ce sujet, il est intéressant de noter qu'aux États-Unis, le Bureau des gouverneurs de la Fed s'est récemment exprimé au sujet de la pondération des risques de contrepartie dans le cadre de l'exposition des établissements aux CDS. En réponse à un collectif d'adhérents de la chambre de compensation américaine, ICE US Trust LLC, le Bureau

des gouverneurs indiquait ainsi dans une lettre publiée en juin dernier [3], que, si dans le cadre actuel de l'approche avancée Bâle II, un établissement bancaire pouvait attribuer une exposition de zéro pour toutes ses transactions en cours sur

“De même que les normes de solvabilité ont été revues pour conserver une allocation de fonds propres en face de risques titrisés, il ne faut pas considérer que le risque de contrepartie n'existe plus, mais considérer que chaque CCP constitue une contrepartie nécessitant une allocation de fonds propres chez ses adhérents plus en phase avec le montant de ses expositions.”

produits dérivés avec une *qualifying central counterparty* (QCC), la position du comité de Bâle était en cours de révision. Le Bureau précisait enfin qu'une pondération du risque à hauteur de 20 % de l'exposition en produits dérivés CDS compensés par ICE Trust serait adéquate, étant entendu que cette chambre de compensation est sous la supervision directe de la Fed et du New York State Banking Department.

En conclusion, s'il apparaît qu'une allocation de fonds propres réévaluée en fonction de l'exposition des adhérents et spécifique à chaque CCP représente une solution efficace pour éviter tout risque systémique, prévoyons que les cotations des chambres de compensation soient réalisées par les superviseurs eux-mêmes et non par des agences de notation privées qui ont montré leurs limites en matière de gestion des conflits d'intérêts et de pertinence des évaluations. Enfin, compte tenu de l'enjeu de place que représente la compétitivité des chambres de compensation nationales, on peut supposer qu'une évaluation croisée des CCP par les différents superviseurs non impliqués dans leur contrôle permanent, voire un contrôle direct par l'Eurosysteme pour les CCP européennes, constituerait une orientation à la fois équitable et efficace. ■

[3] Letter to Paul E. Glotzer granting an exemption from the Board's risk-based capital guidelines for state member banks and bank holding companies (12 CFR Parts 208 and 225, Appendix A) to permit participants in ICE US Trust LLC ("ICE Trust"), New York, New York, to assign a 20 percent risk weight to claims on ICE Trust (5 juin 2009).