

L'adhésion aux chambres de compensation face à l'internationalisation des marchés financiers

HAROUN BOUCHETA

Chargé d'études juridiques - LCH.Clearnet SA
Doctorant - Université Panthéon-Assas (Paris II)



MAUD TIMON

Chargée d'études juridiques
LCH.Clearnet SA

En attendant un cadre communautaire adéquat, l'internationalisation des marchés financiers oblige les chambres de compensation d'instruments financiers à adapter leurs conditions d'accès en élaborant de nouvelles classifications de leurs membres.

En France, la catégorie traditionnelle d'adhérent compensateur individuel ou multiple obéit à des critères objectifs et harmonisés. Pourtant, les entités étrangères restent soumises à certaines contraintes car elles ne bénéficient pas du passeport européen, la compensation n'étant pas un service d'investissement.

S'y ajoute désormais la nouvelle catégorie de chambre de compensation associée créée de concert avec la chambre de compensation italienne.

Grâce à une harmonisation de la réglementation des deux entités, un nombre supplémentaire de transactions bénéficie désormais des services de contrepartie centrale, gage d'une sécurisation accrue des marchés d'instruments financiers.

1. À l'instar des activités de négociation, les activités dites de "post-marché" font aujourd'hui l'objet d'un regain d'intérêt de la part du législateur¹, des associations et organisations² ainsi que de la doctrine³. Cet intérêt s'explique par la préoccupation des différents professionnels de rendre le processus de marché toujours plus sûr et plus ouvert à la concurrence, de la négociation au règlement-livraison en passant par la compensation qui garantit la bonne fin des transactions négociées.

Les propos exprimés dans le présent article doivent être considérés comme propres à leurs auteurs et ne constituent en aucun cas l'opinion de la société LCH.Clearnet SA ni d'aucune autre entité du groupe LCH.Clearnet.

1. V. les documents suivants disponibles sur www.europa.eu.int : Rapports Giovannini, "Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", novembre 2001 et avril 2003 ; communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, "Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne – Principaux problèmes et défis futurs", COM (2002) 257 du 28 mai 2002 ; communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, "Compensation et règlement-livraison – Un plan pour avancer", COM (2004) 312 du 28 avril 2004 ; Avis du Comité économique et social européen sur la "Communication de la Commission au Conseil et au parlement européen - Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne - Un plan pour avancer", JOUE, n° 2005/C221/21 du 8 sept. 2005 ; création par la Commission d'un groupe d'experts sur la compensation et le règlement-livraison (Groupe CESAME).

2. L'internationalisation des marchés financiers, phénomène historique⁴, combinée à la recherche de situations concurrentielles, explique que les entreprises de marché⁵ et les chambres de compensation⁶ ont dû continuellement entreprendre de substantielles transformations sociétales. Après avoir été filiale à 100 % d'Euro-next, la Banque centrale de compensation, dont le nom commercial était alors Clearnet SA, s'est "démutualisée" de sa maison mère historique le 1^{er} janvier 2004. Elle a alors créé, avec la chambre de compensation london-

2. OICV-IOSCO, "Recommendations for Central Counterparties", nov. 2004, disponible sur www.bis.org (site de Bank for International Settlements) ; AFEI, "Les activités de post-marché en Europe – Une tendance monopolistique naturelle qui impose la mise en place au niveau européen d'une régulation adaptée", AFEI, 22 déc. 2004, disponible sur www.afei.com.

3. V. Ph. Neau-Leduc, "Nature et régime des sanctions prévues par les entreprises de marché et les chambres de compensation", *Mélanges AEDBF-France IV*, 2004, p. 291 à 303 ; C. Renner et J. Naslin, "Les règles de concurrence appliquées au règlement-livraison des valeurs mobilières", *Option Finance*, 8 nov. 2004, p. 17 ; O. Dufour, "Règlement-livraison Objectif harmonisation", dossier, *Banque magazine*, n° 665, janv. 2005, p. 15 à 32 ; E-F de Lencquesaing, "Le post-marché : pierre angulaire d'une Europe financière compétitive", *Banque Stratégie*, n° 222, janv. 2005, p. 2 à 3.

4. H. de Vauplane, "Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places boursières", *Banque & Droit*, n° 41, mai-juin 1995, p. 36 à 45 ; H. Hovasse, "Les aspects juridiques et fiscaux de la globalisation des marchés financiers", *Dr. Soc.*, juillet 2000, p. 7 à 9 ; P. Bézard, "La mon-

nienne, la London Clearing House (LCH, qui est aujourd'hui LCH.Clearnet Ltd), la holding LCH.Clearnet Group Ltd. À cette occasion, le nom commercial de la Banque centrale de compensation est devenu LCH.Clearnet SA, marque d'appartenance au groupe LCH.Clearnet⁷. Ce groupe dédié aux activités de post-marché effectue désormais la compensation de l'ensemble des marchés Euronext d'Europe continentale (France, Pays-Bas, Belgique, Portugal) et d'Angleterre (Euronext.Liffe) ainsi que celle d'autres marchés anglais et irlandais (notamment du London Stock Exchange). À ces marchés réglementés, s'ajoute un nombre important de marchés non réglementés mais néanmoins organisés⁸.

3. L'impératif d'expansion des activités de compensation en Europe s'exprime en tout premier lieu dans les règles de fonctionnement de LCH.Clearnet SA. Ces règles, approuvées par l'Autorité des marchés financiers et, lorsqu'elles les impactent, par les divers régulateurs européens, sont regroupées au sein de deux corpus réglementaires complémentaires : "Les Règles de la Compensation" (ou *Clearing Rule Book*) d'une part et les "Instructions" d'autre part⁹. Alors que les Règles de la Compensation (*Clearing rule book*) traitent des principes généraux de la compensation communs à tous les marchés garantis par LCH.Clearnet SA (Titre I) et des spécificités des marchés locaux ou de l'activité en cause (Titres II à VI), les Instructions viennent compléter ces différents principes généraux par un niveau de détail élevé¹⁰.

4. Ces règles s'appliquent aux adhérents à la chambre de compensation¹¹, ci-après qualifiés dans leur globalité de "membres". Les dispositions législatives et réglementaires qui encadrent l'activité de membre sont relativement peu nombreuses. On citera, au titre des dispositions les plus importantes, l'article 312-7 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (RG AMF) qui prévoit que ces membres tiennent et dénouent les positions enregistrées par la chambre de compensation, l'article L. 442-2 du Code monétaire et financier (CMF) qui détermine les qualités que doivent remplir les membres ainsi que

l'article L. 442-4 du CMF qui indique leur qualité nécessaire de commissionnaire ducroire sur les marchés réglementés¹².

La réglementation de la compensation, qui complète ces dispositions, soumet les membres à une pluralité de critères d'adhésion (*membership*) et de régimes en fonction de leur qualité et statut. Comme nous le verrons¹³, cette pluralité a été accentuée par la modification des Règles de la Compensation¹⁴ (*Clearing rule book*) le 18 juillet 2005¹⁵ qui a introduit une nouvelle classification des membres¹⁶.

5. Cette nouvelle classification a été rendue nécessaire par l'internationalisation des marchés financiers. Celle-ci exige de la part des différentes infrastructures de marché et de leurs utilisateurs une adaptation à des marchés toujours plus concurrentiels et interconnectés.

Dans ce contexte, la chambre de compensation a dû suivre une démarche pragmatique. Elle s'était appuyée sur l'article L. 442-5 du CMF pour créer la catégorie, désormais traditionnelle, d'adhérent compensateur individuel ou multiple (I). Elle vient d'y ajouter celle de "chambre de compensation associée" (II). Ces deux catégories sont désormais placées par la réglementation de la compensation à la base d'une pyramide au sommet de laquelle se trouve la catégorie de "participant"¹⁷ à la chambre de compensation.

I. La catégorie traditionnelle d'adhérent compensateur individuel ou multiple

6. L'accès à la chambre de compensation est soumis à des conditions objectives et harmonisées au maximum pour toutes les catégories de candidats, que l'entité en question soit française ou étrangère (A). En dépit de ces efforts, faute de cadre juridique supranational adéquat, le processus d'adhésion des entités étrangères peut présenter certaines contraintes (B).

dialisation et les marchés financiers", RJC, n° 1, janv. 2001, p. 163 à 185.

5. V. T. Bonneau, "De la fusion des bourses (à propos d'Euronext) : mythe ou réalité", Bull. Joly Bourse, nov.-déc. 2000, p. 539 à 557 ; J.-J. Daigre, "Euronext : en route vers le futur !", RDBF, n° 2, mars-avril 2001, p. 65 à 67 ; "Convention/Accord sur la coordination de la régulation, du contrôle et de la surveillance du groupe Euronext", Bull. COB, n° 356, avril 2001, p. 11 à 19 ; D.J. de ter Beerst, "Euronext", Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 2001, p. 419 à 457.

6. V. chr. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, "Règles de fonctionnement de Clearnet - Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation", Banque et droit, n° 77, mai-juin 2001, p. 37, 38.

7. Sur la surveillance des activités du Groupe LCH.Clearnet par les autorités de régulation, V. "Autorité des marchés financiers. Protocole d'accord relatif au contrôle et à la surveillance des activités au sein du Groupe LCH.Clearnet", JO 8 mai 2005, p. 8023, n° 35.

8. Nous utilisons ce terme par commodité de langage, le terme "de gré à gré" nous apparaissant redondant avec celui de marché. V. à ce propos, M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum, "Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré", RJDA, 8-9/97, p. 679 à 683.

9. Les règles de LCH.Clearnet SA sont disponibles sur son site Internet www.lchclearnet.com (SA), rubrique "General Documentation".

10. Par convenance, nous qualifierons de "réglementation de la compensation" l'ensemble de cette architecture réglementaire même si, parfois, il sera plus particulièrement fait référence aux Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*) ou aux Instructions.

11. L'expression "chambre de compensation" est utilisée au singulier par commodité de langage afin de refléter le nombre actuel de chambre de compensation compensant les marchés financiers français. Nous sommes néanmoins conscient que, à l'image des entreprises de marché, il n'existe aucun *numerus clausus* en la matière. V. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 270, p. 272.

12. Sur la difficulté d'interprétation de cette disposition, V. notamment H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 283, p. 282 et 283 et P. Stéphan, "La compensation" in *La modernisation des activités financières*, ouv. Coll. Dir. T. Bonneau, GLN Joly, éd. 1996, n° 459 et s., p. 187 et s.

13. V. infra, n° 17 et s.

14. Disponible sur www.lchclearnet.com (SA), rubrique "General Documentation".

15. Avis LCH.Clearnet SA du 18 juillet 2005.

16. À cet égard, la doctrine fut fort inspirée de préciser que "la notion d'adhérent est une notion générique recouvrant des réalités diverses : les règles de compensation de LCH.Clearnet le montrent", V. T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e éd., 2005, n° 555, p. 496.

17. Selon les Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*), version du 18 juillet 2005, un Participant est une "personne morale, admise soit comme Adhérent Compensateur, soit comme Chambre de Compensation Associée, par LCH.Clearnet SA dans le cadre de la Directive sur le Caractère Définitif du Règlement et des articles appropriés du Code Monétaire et Financier".

A. Des conditions communes d'accès à la chambre de compensation

7. La réglementation de la compensation définit l'«Adhérent Compensateur» comme «la personne morale admise par LCH.Clearnet SA et autorisée à soumettre des Transactions¹⁸ pour enregistrement conformément à la Réglementation de la Compensation et en application de la Convention d'Adhésion établie entre l'Adhérent Compensateur et LCH.Clearnet SA¹⁹». Dans le même esprit, l'article 312-7 du RG AMF précise qu'«exerce une activité de compensation d'instruments financiers tout prestataire habilité mentionné à l'article L. 542-1 du CMF qui, en qualité d'adhérent d'une chambre de compensation, tient et dénoue²⁰ les positions enregistrées par ladite chambre».

8. Concernant le statut que doivent revêtir les membres, l'article L. 442-2 du CMF - dont les dispositions sont reprises par l'article 1.4.1.2 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*) - dresse une liste limitative des entités autorisées à adhérer aux chambres de compensation. Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les personnes morales ayant pour objet principal ou unique l'activité de compensation d'instruments financiers y sont autorisés, qu'ils soient ou non établis en France. Rentrent également dans le champ des entités autorisées, mais à la double condition qu'elles aient le statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement et qu'elles soient établies en France, les personnes morales dont les membres ou associés sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes et engagements.

9. La réglementation de la compensation²¹ apporte des précisions supplémentaires en indiquant que le membre peut être, au choix, adhérent compensateur individuel ou adhérent compensateur multiple. L'adhérent compensateur multiple est autorisé à compenser les transactions à la fois pour compte propre, pour compte de négociateurs membres d'un marché²² et pour celui de clients qui ne sont pas membres d'un marché. Quant à l'adhérent compensateur individuel, il n'est autorisé qu'à compenser les transactions pour compte propre et pour celui de clients qui n'ont pas la qualité de membres d'un marché.

10. S'agissant des formalités requises, les entités souhaitant devenir adhérentes de la chambre de compensation

doivent remplir certaines conditions²³. La demande est formalisée par un dossier d'adhésion²⁴ rempli par la société candidate. Ce dossier contient de nombreuses informations sur la structure juridique, organisationnelle et financière de la société candidate et fixe la catégorie d'instruments financiers que l'adhérent sera autorisé à compenser²⁵. L'acceptation de la chambre se matérialise par une convention d'adhésion conclue entre elle et l'adhérent compensateur. Cette acceptation soumet automatiquement l'adhérent à une pluralité d'obligations auxquelles peuvent s'ajouter, sur l'initiative de la chambre de compensation²⁶, des restrictions à l'exercice de certains droits. On trouve, au titre des obligations les plus importantes, la contribution au fonds de garantie de la compensation²⁷ et le versement des couvertures exigées par la chambre²⁸.

11. L'acquisition du statut d'adhérent compensateur individuel ou multiple dépend donc de critères objectifs et harmonisés qui sont applicables à tous les candidats. Dans ces conditions, les autorités compétentes et la chambre de compensation sont à même de contrôler et d'agréer de nouveaux adhérents dans des conditions favorables. La situation s'avère cependant différente lorsque les entités candidates sont étrangères.

B. Des conditions spécifiques pesant sur les entités étrangères

12. Comme évoqué précédemment²⁹, le CMF, aux termes du 5 de son article L. 442-2, a prévu le cas des entités qui ne sont pas établies en France et qui souhaiteraient adhérer aux chambres de compensation (françaises). Le législateur renvoie alors aux conditions fixées par le RG AMF, lequel traite de la question aux termes de ses articles 531-13 et 531-14.

L'article 531-13 prévoit que l'AMF s'assure que ces entités étrangères sont soumises dans leur État d'origine à des règles d'exercice de l'activité de compensation et de contrôle équivalentes à celles en vigueur en France. Il précise que l'absence d'opposition de l'AMF dans un délai d'un mois à compter de la réception de la demande d'adhésion transmise par la chambre de compensation vaut autorisation (sauf en cas de suspension du délai). Quant à l'article 531-14, il indique que l'AMF conclut avec les autorités compétentes de l'État d'origine des accords facilitant les contrôles.

18. Les Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*) définissent les Transactions comme de la manière suivante : «achat, vente ou échange d'un Instrument Financier exécuté sur un marché géré par une Entreprise de Marché, y compris les pensions livrées, mises en pension et prêts de titres».

19. Article 1.4.1.1 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*).

20. Cette référence législative exprime au «dénouement» des positions est spécifique à la France. Lors de la transposition en France de la directive sur les services d'investissement, les autorités compétentes ont en effet volontairement adopté une conception extensive de la notion de compensation y incluant l'étape qui se situe à l'extrême limite avant le règlement-livraison. Cela explique que le participant au système de règlement-livraison doit ouvrir un compte auprès du système de livraison et/ou du dépositaire central d'instruments financiers au nom du membre compensateur et non du membre négociateur. Sur ce point, V. art. 4 de l'Ins-

truction IV.4-1 de LCH.Clearnet SA.

21. Article 1.4.1.3 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*).

22. Selon les Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*), Le membre négociateur est membre d'un marché réglementé ou d'un «Système Reconnu par LCH.Clearnet SA».

23. V. Article 1.4.2.4 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*) et l'Instruction 1.4-2 de LCH.Clearnet SA.

24. V. Instruction 1.4-1 de LCH.Clearnet SA.

25. Article 1.4.1.3 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*).

26. Article 1.4.1.6 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*).

27. V. Instruction 1.6-1 de LCH.Clearnet SA.

28. V. en particulier les Instructions 1.5-1 et 1.5-2 de LCH.Clearnet SA.

29. V. supra, n° 8.

13. Manifestement, la raison d'être de ces dispositions est d'instaurer une répartition des pouvoirs de contrôle entre l'AMF et les autorités compétentes de l'État d'origine tout en permettant une coopération entre elles. Or, la répartition des pouvoirs et la coopération entre les différentes autorités nationales ont déjà été fixées par la directive sur les services d'investissement (DSI) du 10 mai 1993³⁰ dont l'objet premier était justement de permettre une mobilité accrue des entreprises d'investissement et des établissements de crédit à l'intérieur de l'espace financier européen³¹.

14. Pourquoi alors de telles dispositions ? La réponse vient du fait que l'activité de compensation n'a pas été incluse dans la liste des services d'investissement³² et, ce faisant, ne bénéficie pas du passeport européen^{32bis}. En conséquence, les membres de la chambre de compensation ne peuvent prétendre jouir du statut de prestataire de services d'investissement, ce qui est discutable tant d'un point de vue théorique que pratique.

Théoriquement tout d'abord, car comme nous l'avons déjà précisé³³, le CMF impose que les membres des chambres de compensation aient le statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement. Il en résulte une contradiction étymologique entre leur statut (entreprise "d'investissement") et leur pouvoir limité (pas de service "d'investissement"). En outre, les membres sont soumis à des contrôles similaires à ceux des prestataires de services d'investissement, soit dans leur pays d'origine lorsqu'ils sont établis à l'étranger, soit en France lorsqu'ils sont français³⁴.

Ensuite, d'un point de vue pratique, ces entités qui, généralement, sont (ou appartiennent à) de grandes sociétés du secteur financier actives à plusieurs niveaux du processus de marché, ne bénéficient du passeport européen que dans leur activité de négociation³⁵ et non dans celle liée à la compensation. Il en résulte de lourdes formalités imposées par les différents régulateurs nationaux dans le cadre de leur activité de compensation. Ceci constitue une sorte de régime parallèle bien plus contraignant dont la finalité n'est finalement que l'organisation d'un système de répartition des pouvoirs de contrôle en conformité avec les standards de la DSI applicables aux activités de négociation.

Prenant acte de ces formalités, la demande d'adhésion de LCH.Clearnet SA prévoit, en application de l'article 531-14 du RG AMF, que l'adhérent compensateur postulant doit produire une lettre de confort émanant de

ses autorités d'origine dans laquelle ces dernières affirment qu'elles superviseront adéquatement ses activités de compensation tant dans son pays d'origine que sur les marchés étrangers sur lesquels il souhaite compenser des transactions. Il en résulte concrètement une obligation pour l'AMF et la chambre de compensation d'entrer dans un processus d'entente ad hoc dès lors que l'entité candidate est établie dans un pays dont les autorités compétentes n'ont pas conclu d'accord avec le gendarme français de la bourse.

15. L'inclusion de l'activité de compensation dans la liste des services d'investissement aurait sans doute pu apporter d'utiles éclaircissements. La directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004³⁶, qui est appelée à remplacer la DSI, n'inclut pas la compensation dans la liste des services d'investissement bien qu'elle prenne la peine de les redélimiter³⁷. Dans ces conditions, la nouvelle procédure législative dite "Lamfalussy", inaugurée par la directive MIF, pourrait être utilisée pour prendre en compte ce point.

16. L'internationalisation des marchés financiers influe donc directement sur le processus d'adhésion des adhérents compensateurs, qu'ils soient individuels ou multiples. Les chambres de compensation elles-mêmes doivent également faire face à cette nouvelle donne.

II. La catégorie nouvelle de chambre de compensation associée

17. La réglementation de la chambre de compensation inclut désormais au titre de ses "participants" les chambres de compensation associées. La volonté de sécuriser plus encore les marchés financiers dans un cadre réglementaire adéquat a rendu nécessaire l'élaboration de ce nouveau statut (A) dont la mise en œuvre doit être précisée (B)

A. La nécessité d'un nouveau statut

18. Corollaire de l'élaboration par la chambre de compensation de critères d'adhésion harmonisés, l'article 5.5 de la convention d'adhésion pose un principe de non-discrimination entre les membres³⁸. En pratique, cette égalité de traitement s'applique notamment aux appels de couvertures et de

systèmes qu'elles ne contrôlent pas."

30. Dir. 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, JOCE, n° L. 141 du 11 juin 1993, p. 27 et s.

31. V. H. Synvet, "La directive 'services d'investissement' : première lecture", Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 1993, p. 546 à 562 ; H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI", Bull. Joly Bourse, mars-avril 1996, p. 83 à 103 et Bull. Joly Bourse, juillet-août 1996, p. 355 à 403.

32. Le RG AMF aborde en effet l'activité de compensation au sein de la section 2 "Autres services" du chapitre II du livre III sur les Prestataires.

32bis. Avis du Comité économique et social européen, ob. cit., v. point 4.2.1 : "les systèmes de compensation et de règlement-livraison sont soumis au cadre réglementaire et prudentiel des autorités nationales, un cadre réglementaire européen faisant défaut. En l'absence d'un cadre réglementaire commun et donc d'un "passeport européen", il est logique que les autorités nationales puissent refuser l'accès de leur marché à des

33. V. supra, n° 8.

34. V. le 6° paragraphe de l'art. L. 442-2 du CMF issu de l'article 2 de l'ordonnance n° 2004-482 du 3 juin 2004.

35. V. les services d'investissement énumérés à l'art. L. 321-1 du CMF qui sont relatif à la négociation : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, exécution d'ordres pour le compte de tiers, négociation pour compte propre, gestion de portefeuille pour le compte de tiers, prise ferme et placement.

36. Dir. 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, JOCE, n° L. 145 du 30 avril 2004, p. 1.

37. V. chr. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, "DSI. Proposition de révision. Redélimitation des services d'investissement", Banque & Droit, n° 89, mai-juin 2003, p. 41.

38. L'article 5.6 prévoit néanmoins certains tempéraments.

contributions au fonds de garantie de la compensation qui sont calculés selon des algorithmes identiques³⁹.

La multiplication des transactions transfrontières rend délicate la mise en œuvre de ce principe de non-discrimination. L'internationalisation des marchés d'instruments financiers permet en effet aux chambres de compensation d'offrir des services de contrepartie centrale à de nouveaux marchés (souvent "localisés" à l'étranger) ou, au moins, à de nouvelles transactions. Dans ces conditions, il est difficile de soumettre l'intégralité des membres à un traitement similaire.

19. Illustration de cette situation, LCH.Clearnet SA compense certaines transactions du marché réglementé MTS Italie (titres de créances d'État italien). La mise en œuvre technique et le schéma juridique suivi sont atypiques. L'une des difficultés vient de la multiplicité des intervenants dans la compensation des transactions négociées sur ce marché.

LCH.Clearnet SA intervient non seulement lorsque les deux contreparties sont des membres de LCH.Clearnet SA (ou passent par l'un d'eux), hypothèse relativement classique, mais aussi lorsque l'une est membre de LCH.Clearnet SA et l'autre est membre de *Cassa di compensazione e garanzia S.p.a* (CC&G) qui est la chambre de compensation italienne.

20. La mise en œuvre technique de cette dernière hypothèse avait jusqu'alors consisté à faire intervenir LCH.Clearnet SA comme adhérent compensateur multiple de CC&G qui était elle-même, dans le même temps, adhérent compensateur multiple de LCH.Clearnet SA.

Ainsi, plusieurs situations se distinguaient. Lorsque les transactions concernaient deux contreparties membres de LCH.Clearnet SA, cette dernière devenait contrepartie centrale des deux, de façon classique. Si aucune contrepartie n'était membre de LCH.Clearnet SA, alors LCH.Clearnet SA n'intervenait pas et la transaction était alors soit non compensée soit compensée uniquement par CC&G.

Le cas atypique se présentait lorsque l'une des contreparties était membre de LCH.Clearnet SA et l'autre de CC&G. Dans ce cas, LCH.Clearnet SA endossait le statut d'adhérent compensateur multiple de CC&G afin de pouvoir compenser ses propres membres intermédiaires dans les transactions sur MTS Italie. Concomitamment, CC&G agissait alors comme membres multiple de LCH.Clearnet SA compensant ses propres adhérents compensateurs également intermédiaires dans les transactions sur MTS Italie.

Même si, de manière formelle, chacune endossait le statut d'adhérent compensateur multiple, tant LCH.Clearnet SA que CC&G intervenaient alors comme contrepartie centrale⁴⁰ entre son propre adhérent compensateur et l'autre chambre de compensation.

D'une manière générale, même si ce montage juridique ne remédiait pas entièrement au fait que certaines transactions ne bénéficiaient pas de services de contrepartie centrale, il a quand même permis, tant à LCH.Clearnet SA qu'à CC&G, de compenser davantage de transactions et, ce faisant, de favoriser la sécurisation des marchés financiers.

21. Pour autant, pour des raisons découlant du statut particulier de LCH.Clearnet SA et CC&G, chaque chambre de compensation avait dû accorder à l'autre certaines conditions particulières en comparaison de celles applicables à leurs membres "de droit commun". Ces dérogations concernaient des points cruciaux tels que la gestion des risques et les procédures de rachats⁴¹. Toutes ces dérogations étaient contenues dans une convention d'adhésion spécifique signée par les deux chambres. Dans ces conditions, le principe de non-discrimination et de concurrence loyale mentionné précédemment⁴² pouvait être perçu comme mis à mal.

Pour favoriser la transparence et l'équilibre entre ses membres, LCH.Clearnet SA, avec l'aide des régulateurs et de CC&G, a donc créé la nouvelle catégorie de chambre de compensation associée dont la mise en œuvre convient d'être explicitée.

B. La mise en œuvre du nouveau statut

22. Le nouveau statut de chambre de compensation associée modifie en profondeur la typologie de l'adhésion à la chambre de compensation. Tous les membres appartiennent désormais à la catégorie générique de "Participants" qui se subdivise en adhérents compensateurs simples ou multiples d'une part et chambres de compensation associées d'autre part.

CC&G a ainsi échangé son statut d'adhérent compensateur multiple pour celui de chambre de compensation associée⁴³, de même que LCH.Clearnet SA.

23. L'un des intérêts de ce changement réglementaire est de soumettre les chambres de compensation associées à un régime spécifique qui peut s'avérer plus souple que celui d'adhérent compensateur simple ou multiple. À cet effet, les articles 1.4.1.5 et suivants des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*) précisent que les chambres de Compensation associées sont soumises aux mêmes droits et obligations que les adhérents compensateurs multiples sauf disposition contraire. Le principe est donc une égalité de traitement entre les différents membres mais c'est un principe relatif pouvant souffrir des dérogations plus ou moins importantes.

39. V. Instruction I.5-2 de LCH.Clearnet SA.

40. Pour LCH.Clearnet SA, Section 1.3.5 des Règles de la Compensation (*Clearing Rule Book*) et pour CC&G, Part B.1 of the CC&G Regulations (www.ccg.it).

41. Le soir du septième jour de compensation suivant la date de

dénouement théorique, en cas d'absence de livraison des titres, LCH.Clearnet SA initie une procédure de rachat pour dénouer les positions restées ouvertes, V. Instruction IV.8-3 de LCH.Clearnet SA.

42. Cf. supra, n° 18.

43. Cf. supra, n° 14.

24. Ainsi, au titre des dérogations notables accordées à CC&G, son personnel a été exempté de l'obligation de détenir des cartes professionnelles. De plus, elle ne contribue pas au fonds de garantie de la compensation de LCH.Clearnet SA car elle utilise une protection équivalente pour pallier le risque non couvert⁴⁴.

Par ailleurs, les procédures de rachat ne sont pas opposables à CC&G. En effet, dans le cas où CC&G ne remplirait pas ses obligations vis-à-vis de LCH.Clearnet SA, toute défaillance de sa part serait automatiquement due à la défaillance de l'un de ses membres puisqu'elle n'a pas de position propre mais uniquement des positions résultant de celles de ses membres. Ainsi, si une telle défaillance survenait, CC&G⁴⁵ dispose d'une procédure de rachat identique à celle de LCH.Clearnet SA⁴⁶.

En outre, chaque chambre de compensation associée est soumise dans son pays d'origine à des obligations d'information et à une supervision spécifiques nées de la signature d'un accord de coopération entre les régulateurs des deux pays concernés. C'est pourquoi, les chambres de compensation associées opèrent une surveillance différente selon qu'elle concerne leurs rapports mutuels ou les rapports que l'une d'entre elles entretient avec ses membres.

En tout état de cause, malgré ces dérogations, le risque supporté par l'une ou l'autre des chambres n'est pas augmenté, en conformité avec les normes CPSS-IOSCO⁴⁷.

25. En sus des préoccupations en terme de risques, il est possible de se poser la question de la nature juridique de l'opération de compensation faisant intervenir les chambres de compensation associées. On sait que, dans le silence des textes⁴⁸, la qualification juridique de la com-

pensation dite multilatérale reste au cœur de débats doctrinaux intenses⁴⁹, dont la difficulté est renforcée par les différences notables existantes dans les caractéristiques et périmètre du métier de la compensation en Europe. On sait également que LCH.Clearnet SA a opté pour la qualification juridique de la novation⁵⁰, qualification dont fait d'ailleurs expressément référence le Comité économique et social européen⁵¹.

À notre avis, bien que le schéma technique soit original, la compensation faisant intervenir les chambres de compensation associées ne modifie pas la qualification juridique de l'opération car les chambres agissent vis-à-vis de leurs membres comme une seule et même contrepartie (la partie technique de la compensation est dans un second temps réglée en fonction du contrat liant les chambres associées).

26. En tout état de cause, les dernières évolutions réglementaires développées dans la présente étude sont notables dans le sens où elles vont permettre plus facilement l'interaction, au moins au niveau européen, entre les différentes chambres de compensation. On peut se féliciter de cette avancée mais elle ne doit pas cependant occulter la nécessité d'avoir une réglementation supranationale sur la compensation. En plus des questions relatives à l'accès des membres, celle-ci devra se pencher sur la définition même de cette fonction de marché qui, logée entre la négociation et le règlement-livraison, a tendance à avoir des contours différents selon les pays dans lesquels elle est pratiquée. Les expériences acquises et les difficultés rencontrées lors de fusions internationales seront un catalyseur certain de cette évolution déjà amorcée par les institutions européennes et les régulateurs nationaux. ■

44. Pour couvrir son risque non couvert, chaque membre de CC&G contribue en effet au fonds de garantie de CC&G. Ainsi, par ricochet, CC&G, qui n'a pas de position propre mais uniquement des positions résultant des positions de ses membres, n'a donc pas de risques non couverts vis-à-vis de LCH.Clearnet SA.

45. V. Chapter B.5.3. of the CC&G Regulations and Chapter B.7. of the CC&G Instructions, disponibles sur www.ccg.it.

46. LCH.Clearnet SA attendrait alors l'issue de la procédure de rachat mise en œuvre par CC&G vis-à-vis de ses membres pour recevoir soit les instruments financiers correspondants soit la compensation financière et ceci, dans les mêmes proportions et les mêmes délais que si LCH.Clearnet SA appliquait sa propre procédure.

47. OICV-IOSCO, "Recommandations for Central Counterparties", nov. 2004, disponible sur www.bis.org (site de Bank for International Settlements), V. notamment recommandation 8, p. 33.

48. Les articles L. 442-1 et suivants du Code monétaire et financier relatifs aux chambres de compensation n'abordent pas cette probléma-

tique. Pour sa part, le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers laisse à la chambre de compensation le soin de préciser la nature et l'étendue de la garantie qu'elle accorde à ses adhérents (art. 531-29).

49. M. Timon, "La nature particulière du contrat de compensation : la prise en charge de la responsabilité par la chambre de compensation" : La lettre du droit du commerce international, n° 2000/4, p. 3. ; I. Riassetto, Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF, Thèse Strasbourg III, 1999 ; chr. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, "Règles de fonctionnement de Clearnet - Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation", Banque & Droit, n° 77, mai-juin 2001, p. 37 ; A.-V. Delozière-Le Fur, La compensation dite multilatérale, Thèse Paris II, 2002.

50. Art. 1.3.5.3 des Règles de la Compensation (Clearing Rule Book).

51. Avis du Comité économique et social européen, ob. cit., v. point 2.1 "plus précisément, la fonction de compensation comprend la novation (interposition de la chambre de compensation et gestion du risque de contrepartie).