



# LES CCP : Quelles Stratégies ?

En partenariat avec :



Mardi 16 mars 2010

# **INTRODUCTION**

**Marcel RONCIN**

**Président de l'AFTI**



# PROGRAMME



## **14h 30 Introduction**

**Marcel Roncin**, Président de l'AFTI

## **14 h 35 Risques systémiques : il y a CCP et CCP**

**Marie-Agnès NICOLET**, Présidente, AUDISOFT Consultants

**Emmanuel DE FOURNOUX**, Directeur infrastructures de place et réglementation prudentielle, AMAFI

## **15 h 15 LCH Clearnet SA : Perspectives d'évolutions**

**Christophe HEMON**, Directeur Général, LCH Clearnet SA

## **15 h 45 Régulation des marchés : Où en est on ?**

**Jean-François RIGAL**, Directeur Général, Equinox Consulting

## **Régulation des CDS. Pourquoi, comment et quels enjeux ?**

**Gaspard BONIN**, Directeur, Equinox Consulting

## **16 h15 Pause**

## **16 h 30 Table ronde**

Animée par **Alain POCHET**, Responsable banking services BNP Paribas Securities Services

**CCP : l'âge de raison ? Concentration ? Spécialisation ? Diversification ?**

**Yvon LUCAS**, Directeur des systèmes de paiement et des infrastructures de marché, Banque de France

**Christophe HEMON**, Directeur Général, LCH Clearnet SA

**Fabien ROYON**, Chief operating officer fixed income and currencies, Société Générale CIB,

**Peter BEZEMER**, Member of the Supervisory Board, EMCF

**Bertrand PATILLET**, Directeur Général adjoint, CA Cheuvreux

## **17h45 Conclusion**

**Robert OPHELE**, Directeur Général des Opérations, Banque de France



## Risques systémiques : Il y a CCP et CCP

**Marie-Agnès NICOLET**

Présidente,

**AUDISOFT Consulting**

**Emmanuel de FOURNOUX**

Directeur infrastructures de place et réglementation  
prudentielle,

**AMAFI**



# Chambres de compensation : quelle évolution?

- Depuis les années 80, **les chambres de compensation** (autrement appelées CCP pour Central CounterParty) ont été utilisées de plus en plus :
  - ▶ **Pour les produits traités sur les marchés organisés**  
(actions et dérivés listés)
  - ▶ **Pour les produits de gré à gré les plus standardisés**  
(produits de taux au comptant)
  - ▶ **Pour des produits plus complexes**
- Depuis ces dernières années, **de nouveaux acteurs** sont apparus en Europe suite à l'intense concurrence qui s'est développée entre **plates-formes de négociation** avec la mise en œuvre de la **Directive MIF**.



## Chambres de compensation : quelle évolution?

Après la crise, il est nécessaire pour les régulateurs d'avoir une meilleure visibilité sur les volumes de Crédit default Swap (CDS) échangés.

### Discours Paris Europlace de Christine Lagarde :

*« dérivés de crédit en euros compensés par des CCPs localisées et supervisées en zone euros [...] favorable aux CCPs pour l'ensemble des dérivés standardisés »*

*« souhaite d'une réflexion entre le Comité de Bâle et la Commission Européenne pour que l'utilisation des CCPs, qui réduit les risques systémiques, soit accompagnée d'un « bonus prudentiel » sous forme d'une réduction de fonds propres ».*



### Réflexions du G20 :

- Pourquoi recourir massivement aux chambres de compensation (CCPs) pour les produits dérivés de gré à gré, comme les Crédit default Swap (CDS) ?
    - ▶ Se protéger contre le risque systémique
    - ▶ Restaurer la confiance
    - ▶ Assurer une meilleure visibilité des superviseurs sur le volume des transactions négociées par les acteurs de marché
- ⑩ Il apparaît nécessaire de standardiser les produits.



**Les CCPs contribuent efficacement à la réduction globale des risques liés aux opérations de marché**, grâce aux deux éléments suivants :

D'une part : le « **netting** » multilatéral des positions prises par les opérateurs

D'autre part : la **mise en place d'appels de marges systématiques** qui permettent d'évaluer , au moins sur une base quotidienne, le montant des risques supportés en fonction de l'évolution du prix des actifs pris en charge par la CCP.

**Si une CCP bien contrôlée est un facteur important de prévention du risque, elle ne l'élimine pas mais le concentre.**



## Le rôle d'une CCP dans la chaîne de risque

**La novation transfère le risque de contrepartie pris par le participant de marché sur sa contrepartie vers la CCP.**

Dès la conclusion d'une transaction sur un système de négociation, les droits et obligations correspondants sont enregistrés dans les livres de la CCP, au nom de l'adhérent compensateur.

Dès cet enregistrement, il y a **novation**, c'est-à-dire **interposition et substitution de la CCP**, qui devient la contrepartie unique des adhérents



## Le rôle d'une CCP dans la chaîne de risque

En qualité de « **contrepartie centrale** », le mécanisme de compensation **multilatérale des flux (ou netting)** des adhérents permet à la CCP :

**de déterminer un solde net à livrer ou à recevoir,  
de réduire le risque aux positions nettes.**

Dans la phase de règlement-livraison, la CCP émet des instructions de règlement-livraison vers les systèmes où sera effectué le dénouement des transactions.



## Les risques pris par une CCP 1/3

La chambre de compensation prend à sa charge l'essentiel des risques inhérents au post-marché, qui comprennent notamment les risques définis en 2004 par :

- ▶ Le comité technique de l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions),
- ▶ Le CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems)

Les **risques** pris sont multiples :

- **Risque de crédit**  
(lié au défaut d'un adhérent pour cause d'insolvabilité généralement)
- **Risque de liquidité**  
(En cas d'impossibilité pour un ou des adhérents d'honorer leurs engagements)



## Les risques pris par une CCP 2/3

### Risque juridique

En raison de la fonction même de contrepartie centrale : le principe de la compensation repose en effet sur la capacité juridique à substituer la CCP à la contrepartie et à lui transférer les droits et obligations prévus par le contrat de négociation.

**Dans le cas où le droit applicable à la CCP ou à l'un ou plusieurs des adhérents n'est pas en adéquation avec les règles de la compensation ou alors si leur application n'est pas claire.**

**=> Risque fort dans un contexte transfrontalier.**



## Les risques pris par une CCP 3/3

### ■ Risque opérationnel

(risque de pertes par suite de dysfonctionnements des systèmes ou des contrôles, d'erreurs humaines ou de gestion)

**Risques accrus en cas de recours à des prestataires pour la gestion de leur SI.**

**Dont le risque de non continuité d'activité, avec un très fort risque de perte de données sur les opérations critiques et d'empêcher la CCP de surveiller les risques de ses adhérents, en cas de défaillance ou d'insuffisance du dispositif de plan de continuité des activités (PCA)**



## Les moyens des CCP pour prévenir les risques ne sont pas homogènes

- Les **conditions d'adhésion** et de sélection des adhérents
  - ▶ Pour prévenir les risques de défaut de ses membres, les risques opérationnels, de contrepartie et juridiques.
- Les **collatéraux admis**
- Les **systèmes de couverture** des positions ouvertes (les calculs d'appels de marge)
  - ▶ Afin de couvrir les risques par catégorie d'actif et adhérent dans des conditions normales de marché.
- Le calcul et la constitution d'un **fonds de garantie** de la compensation
  - ▶ Afin de couvrir la défaillance d'un ou plusieurs adhérents.
  - ▶ **Les méthodes de calcul sont hétérogènes** (basées sur des **stress test**, ou sur une **somme forfaitaire**)



## Les moyens des CCP pour prévenir les risques ne sont pas homogènes

### ■ Le dispositif de contrôle interne des CCP

- Séparation des fonctions
- Cartographie des risques de la CCP (dont les risques liés à l'externalisation)
- Plan de contrôle permanent de l'ensemble des processus, procédures, etc.

### ■ Le contrôle des adhérents par les CCPs n'est pas homogène

### ■ Les dispositifs de régulation, supervision et surveillance (oversight) + Mettre en place un lien efficace et direct avec la Banque Centrale Européenne.



## Le risque systémique induit par les CCPs

**Le risque systémique** peut apparaître au sein d'une CCP **lorsque 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**

(=> effet domino).

**Trois scénarii de risques majeurs** peuvent être soulignés :

- ▶ **Un clearing member ne peut pas apporter tous les collatéraux suite à un appel de marge** (=> risque de défaut de contrepartie) provoquant un effet domino de défaut en cascade ;
- ▶ Certains collatéraux de clearing members sont des produits émis par **des établissements en défaut au sein de la CCP ou d'une autre CCP ou sont en situation de dépôt de bilan** ;
- ▶ **Les collatéraux déposés et/ou le fonds de garantie ne suffisent pas à couvrir un défaut**, car soit les conditions d'adhésion de la CCP ne s'avèrent pas adéquates, soit les règles de calcul sont mal calibrées.

**Le risque systémique peut donc être accru par un effet de concentration des risques sur la CCP.**



### Les dispositifs de régulation et de supervision

- Les **normes de régulation** sont hétérogènes.
  - ▶ **Quelques normes minimales et recommandations de place** (CPSS, IOSCO, Comité de Bâle) et 15 recommandations applicables au niveau européen (ESCB et CESR).
  - ▶ **Des statuts différents pour les CCPs** (toutes ne sont pas des établissements bancaires soumises à l'ensemble des exigences prudentielles prévues pour ce type d'établissement).
  - ▶ **Tous les régulateurs nationaux n'imposent pas le même niveau d'application des recommandations internationales.**
- ▶ Les **pratiques en matière de supervision** sont variables et les CCPs sont contrôlés par leurs superviseurs respectifs.



### Supervision et normes prudentielles

Il conviendrait de mettre en place un système garantissant à la fois la **sécurité des établissements compensateurs** et la **solidité des CCPs**.

Cela passe par les **moyens** suivants :

- ▮ disposer de **normes** établies par les institutions internationales (cf. standards ESCB-CESR et CPSS-IOSCO) ;
- ▮ effectuer des **contrôles réguliers** sur les CCPs :
  - **Contrôle périodique** sur place effectués par les superviseurs
  - **Contrôle permanent** réalisé par les superviseurs
  - **Oversight** des banques centrales
- ▮ **publier ces rapports de contrôle.**

=> Objectif : **harmonisation des statuts des CCPs** vers un statut bancaire unique ou vers un nouveau statut spécifique propre à tous les systèmes de compensation.



### La lutte contre le risque systémique impose que les différences de qualité entre CCPs soient traitées prudemment.

- Les CCPs, lorsqu'elles sont suffisamment supervisées et contrôlées, répondent à **l'objectif de mutualisation du risque de contrepartie**.
- En revanche, **des CCPs mal contrôlées peuvent créer des risques systémiques importants**.

Il convient donc, afin d'éviter des risques systémiques très importants, de :

- conserver **une allocation de fonds propres**, au titre du risque de contrepartie, **réévaluée en fonction de l'exposition des adhérents et spécifiques à chaque CCP**.
- prévoir la **cotation des CCPs**, qui déterminera le montant de cette allocation de fonds propres, **par les superviseurs eux-mêmes**.
- mettre en place une **évaluation croisée des CCPs par des superviseurs non impliqués dans leur contrôle permanent**, voire un contrôle direct par l'Eurosystème pour les CCPs européennes.



## LCH.Clearnet SA : Perspectives d'évolutions

**Christophe HEMON**

Directeur Général

**LCH.Clearnet SA**



## Agenda

- Criteria to better select a CCP: LCH.Clearent positioning
- 2009 last deliveries :
  - New shareholding structure
  - Project deliveries
  - Cash fee reduction
- 2010 and beyond
  - Better serve our customers
  - Secure & expand our business on cash equity & regulated derivatives markets
  - Develop our Bonds & Repo business
  - Develop a comprehensive offer for OTC Derivatives
  - Anticipate Infrastructure & European projects/files



## Criteria to better select a CCP 1/5

### How LCH.Clearnet SA meets the criteria ?

- 5 main “blocks”

- ▮ *Regulation, Supervision and oversight rules, Project deliveries*

- ▮ *Admission rules, Clearing Members control and monitoring*

- ▮ *Margining on open positions risks,*

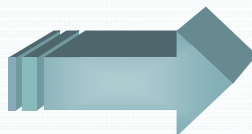
- ▮ *Clearing Funds*

- ▮ *Monitoring of clients exposure to CCP*



## Criteria to better select a CCP 2/5

- *Regulation, Supervision and oversight rules*



### **LCH.Clearnet SA:**

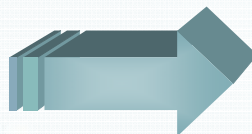
#### Bank status →

- Financial Capital Requirements,
- Direct access to Target 2 that addresses Liquidity Risk
- Commission Bancaire (prime Regulator) + AMF supervision, CCC ...
- Permanent control & on-site inspections from CB (opposed to simple oversight)



## Criteria to better select a CCP 3/5

- *Admission rules,  
Clearing Members  
control and monitoring*



### **LCH.Clearnet SA:**

- Strict membership criteria
- High minimum capital requirements linked to the assets cleared + rating criteria for Bonds and Repos & CDS
- Clearing Members continuous monitoring + Clearing Members agree to submit their clearing activity for inspection



## Criteria to better select a CCP 4/5

- *Clearing Funds*



### **LCH.Clearnet SA:**

- Separate Clearing Funds according to products: stronger protection

- *Margining on open positions risks*



### **LCH.Clearnet SA:**

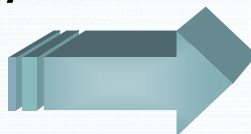
- Stringent and tested\* risk algorithms
- Intraday margin calls and hourly calculation for high volatile assets

\* successful management of Lehman's default without impacting clearing funds



## Criteria to better select a CCP 5/5

- *Monitoring of clients exposure to CCP*



### **LCH.Clearnet SA:**

- No capital link neither with a commercial bank nor a market
- Valid and proven waterfall process
- Maximum amount of losses fixed with a clear replenishment scheme for each given clearing fund



## 2009 last deliveries 1/2

### Corporate

- New shareholding & revamped governance implicating even more our customers
- New chairmen for LCH.Clearnet SA (Hervé Saint-Sauveur) and now for LCH.Clearnet Group (Jacques Aigrain)

### Marketplace projects

- ESES

### Expanding our clearing services

- MTFs: Equiduct, Smartpool
- Fixed Income: Tullet Prebon
- Lending & Borrowing: Secfinex





## 2009 last deliveries 2/2

### Expanding our product scope

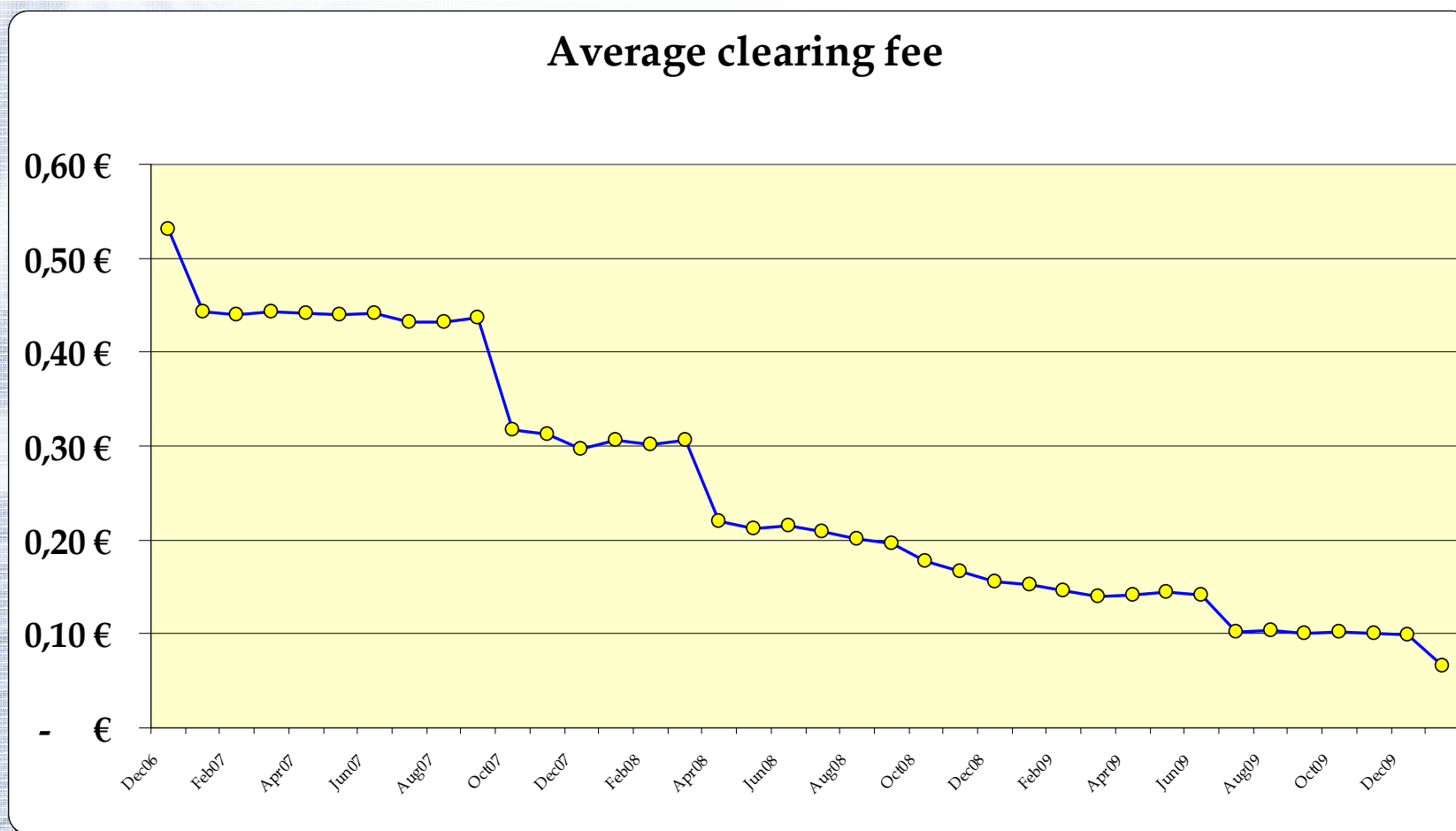
-  Same Day Repos (Overnight Repos) for Italian Debt
-  CAC 40 Dividend Futures
-  AEX Future evening trading session
-  Negative interest rates

### Enhancing our customer services

-  Group Members Access: network & gateway renewal
-  A further Cash Equity fee decrease (see next slide)



## Cash fee decrease over the last 2 years





## 2010 & beyond 1/3

- Better serve our Customers

  - Customer Survey: Q2 / Q3

  - E.Gains

- Secure & expand our business on cash equity & regulated derivatives markets with UCS program

  - Decrease our running costs

  - Change of technology to secure expected volumes increase

  - Increase our manoeuvrability

- Develop Lending & Borrowing CCP services on equities with Secfinex

- Work with our partners on new Commodities contracts (malting barley, dairy, ...) or Financial contracts (AEX index future, ...)



## 2010 & beyond 2/3

- Develop our Bonds & Repo business
  - Increase robustness & efficiency (linked to huge increase of positions)
    - Increase settlement efficiency in Italy
    - Introduction of Intraday Margin Calls
    - Reflexion about IT renewal
  - Target new products or new services (studies)
    - Collateral Basket for Pledge
    - Spanish Debt



## 2010 & beyond 3/3

Develop a comprehensive offer for **OTC Derivatives** across LCH.Clearnet Group  
(Swaps, Forex, CDS, Equity Derivatives)

**Credit Default Swaps** offer of SA

### Phase 1:

European iTraxx

Technical Go Live: 14 Dec 2009.

Business Go Live: 29 march 2010 (incl. functional enhancements)

### Phase 2:

- Automation of restructuring (new ISDA protocol): mandatory for August 2010
- Functional enhancements (variation margins, End of Day contribution prices...)
- Real time upstream feed - Markitwire or even Ice Link (T- 0) ... - for dealers
- Buy side operations
- Single Names

*Order to be  
defined in  
close  
coordination  
with our  
customers*



# Anticipate Infrastructure & European projects/files

## ■ Infrastructure projects

- Single Platform Euroclear
- Target 2 Securities
- CCBM2
- Giovannini Barrier 1: Connectivity & standards
- Giovannini Barrier 3: Corporate events
- NYSE-Liffe IT roadmap (UTP): impacts on clearing

## • European affairs

- EMIL
- CPSS IOSCO
- CESR
- Interoperability: needs for a secure framework



## Régulation des marchés : Où en est on ?

**Jean-François RIGAL**

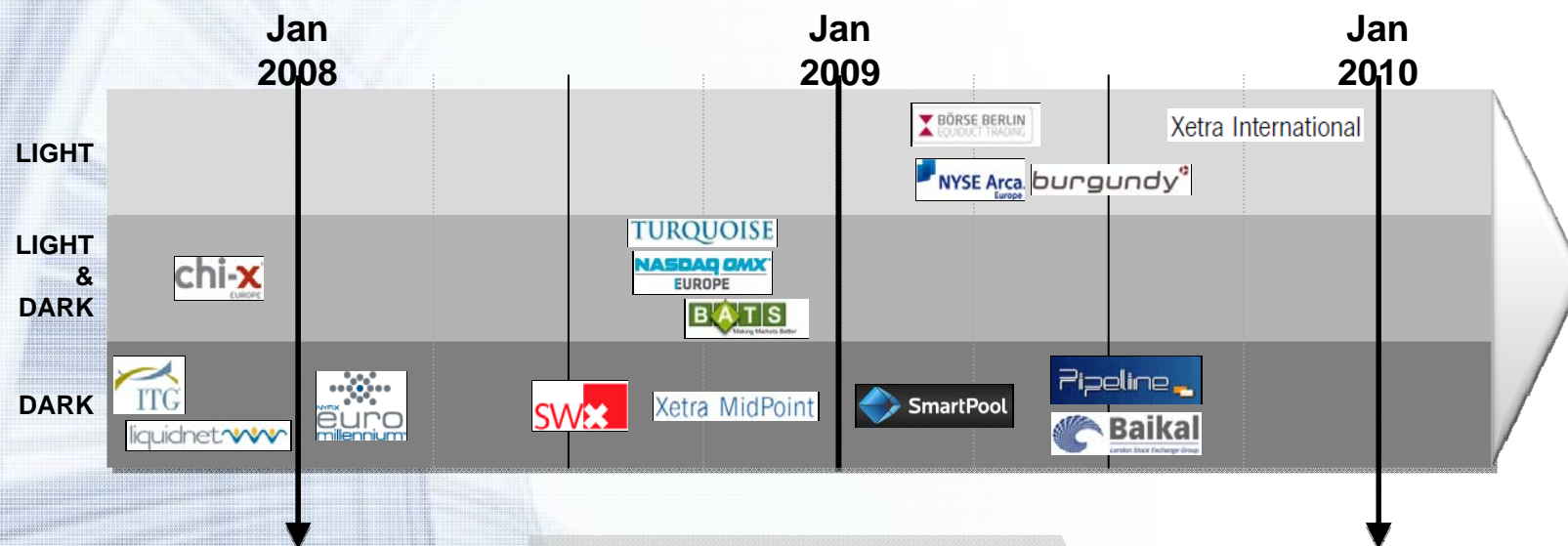
Directeur Général

**EQUINOX CONSULTING**



## MiFID 2008 & 2009

### Deux années d'innovation et de fragmentation



- **3 MTF** : Chi-X et 2 purs Dark Pools
- **99%** de la liquidité concentrée sur les marchés réglementés

#### **Innovation**

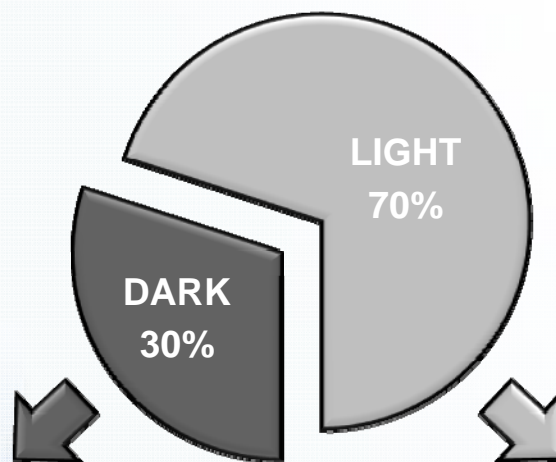
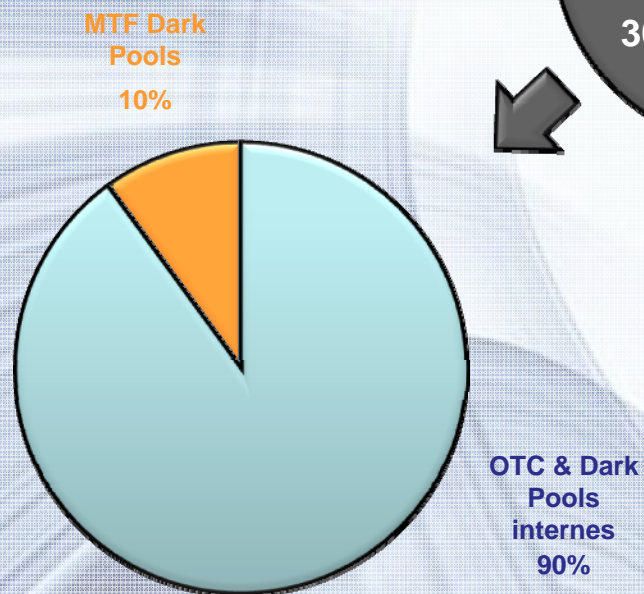
- ✓ *Trading paneuropéen*
- ✓ *Nouveau modèle de pricing (rémunération de la liquidité)*
- ✓ *Routage des ordres d'un marché à l'autre*
- ✓ *Interaction light & dark liquidity*

- **16 MTF** dont 8 purs Dark Pools
- **25%** de la liquidité visible globale captée par les MTFs
- **2 CCP alternatives** : EMCF et EuroCCP

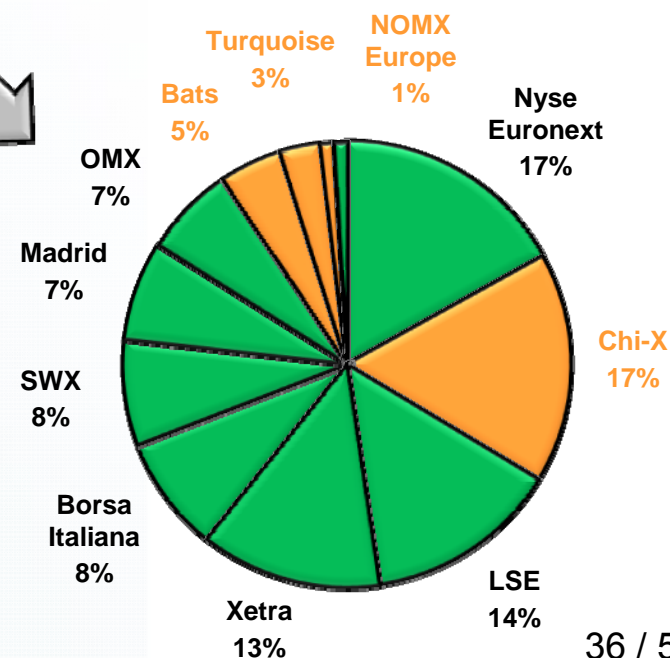


## 30% de la liquidité est devenue « opaque »

- **27%** de la liquidité globale est OTC ou sur des Dark Pools internes
- Les MTF Dark Pools représentent **3%** de la liquidité globale



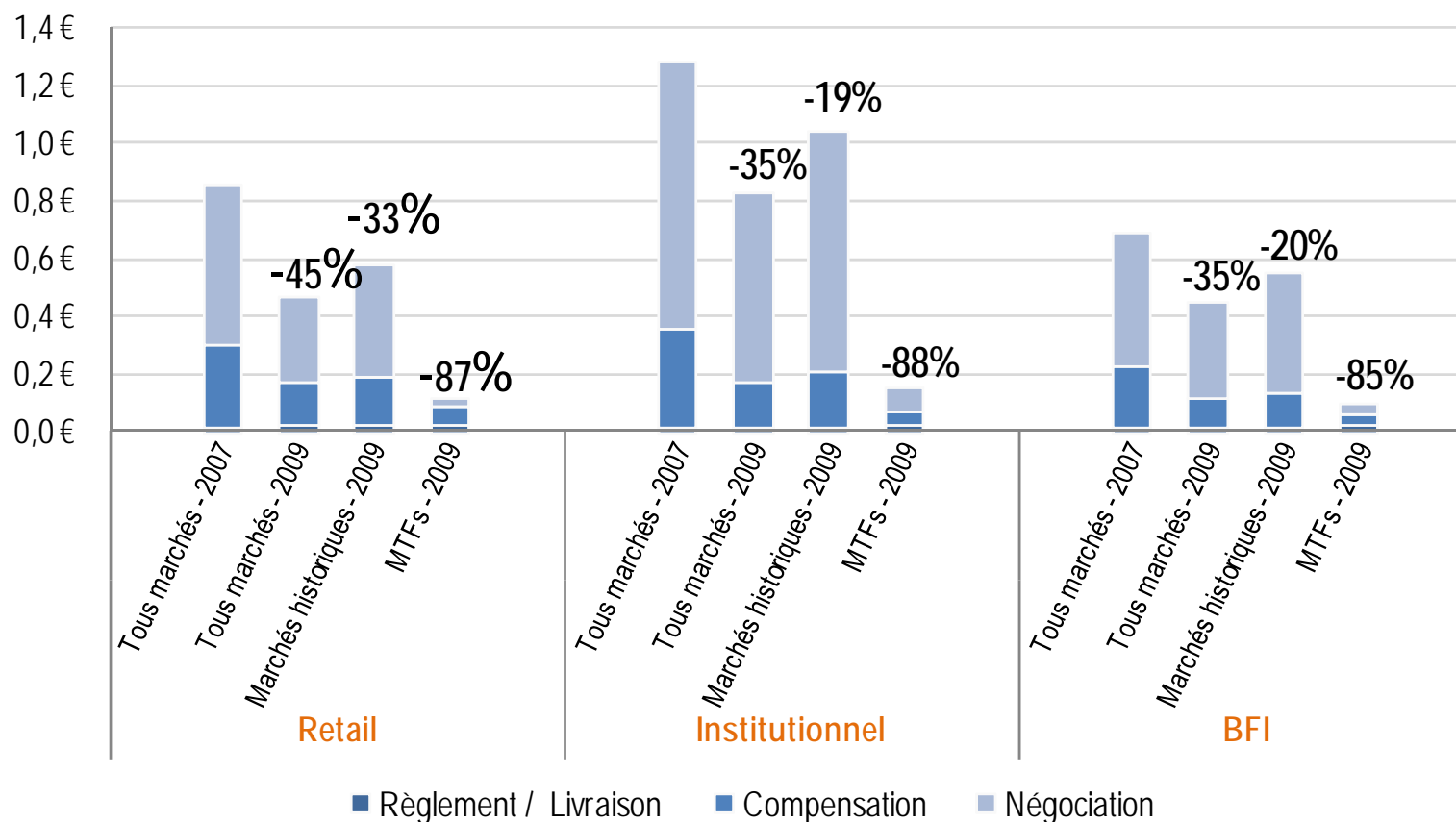
- Les MTFs représentent **25%** de la liquidité « Light »
- **Chi-X** est au **second rang** derrière Nyse Euronext avec **17%**





# Réelle baisse des coûts de transaction explicites, mais sans impact direct pour les investisseurs

Evolution des coûts unitaires de transaction entre 2007 et 2009 en Europe \*



(\*) : Euronext, London Stock Exchange, Deutsche Börse, Borsa Italiana, Chi-X, Turquoise, Bats Europe, Nasdaq OMX Europe



# Code of Conduct

## L'interopérabilité inopérante

- En dehors de LCH.Clearnet / SIS X-Clear sur le LSE et SWX, toutes les initiatives ont été bloquées par les régulateurs qui encouragent les CCPs à s'accorder sur un modèle unique et robuste

### **Un concept perfectible**

- Régulation hétérogène
- Absence de cadre commun sur la gestion des risques
- Impact sur le risque systémique additionnel globalement mal maîtrisé
- Problématique de trésorerie pour les CCP
- Complexité et coûts de mise en place vs. bénéfices



### **Volontarisme discordant des CCPs**

- EuroCCP publie en janvier 2010 un livre blanc axé sur le renforcement des default funds : modèle « *survivor pays* »
- LCH.Clearnet et SIS X-Clear publient en février 2010 leur modèle d'accord d'interopérabilité basé sur des échanges de marge quotidiens / intraday inter-CCPs : modèle « *defaulter pays* »



## Vers une nécessaire évolution de la régulation européenne

- Procédure de révision de MiFID et du Code of Conduct engagée par la Commission Européenne en 2010
- Rapport Fleuriot en France (février 2010)

- Distorsion concurrentielle (level playing field)
- Défaut d'autorité de contrôle décisionnaire au niveau européen
- Application hétérogène des principes réglementaires (e.g. Best Execution)

Transformation du rôle consultatif du CESR en véritable rôle d'autorité de marché (ESMA) :

- Capacité de décision et de contrainte
- Définition de standards opérationnels (e.g. Best Execution)

- Opacité des marchés (fragmentation, dark pools)
- Distorsion du mécanisme de formation des prix

- « Consolidated tape »
- Régulation des Dark Pools

- Absence de cadre réglementaire européen sur le post-marché
- Impasse sur l'interopérabilité

- Directive spécifique
- Harmonisation du statut de CCP

- Opacité des marchés OTC

- Extension des principes MiFID (e.g. transparence) aux marchés OTC



# Régulation des CDS. Pourquoi, comment et quels enjeux ?

**Gaspard Bonin**

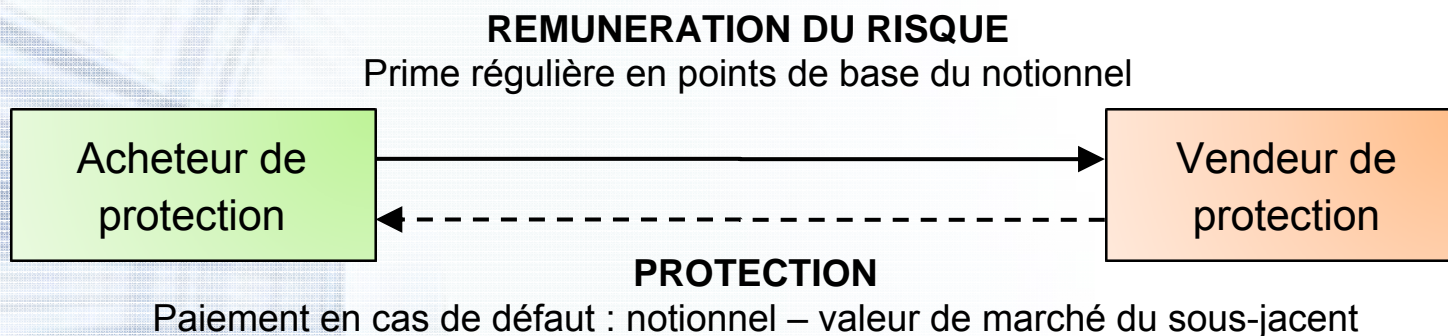
Directeur

**EQUINOX CONSULTING**



## CDS : l'assurance contre le défaut devenue mesure de référence du risque de crédit

- **Credit Default Swap** : protection de l'acheteur contre le défaut de crédit du sous-jacent ou entité de référence (émetteur obligataire)



### 2 grandes spécificités

- Modèle de risque
  - « Jump-to-default » (risque discret)
  - Risque de défaut conjoint du sous-jacent et du vendeur
- Les prix (spreads) de marché des CDS sont utilisés comme une mesure de marché du risque de crédit sur les sous-jacents

### 2 grands types de CDS

- CDS Single Names
- CDS sur indices : « first-to-default » sur un portefeuille de sous-jacents



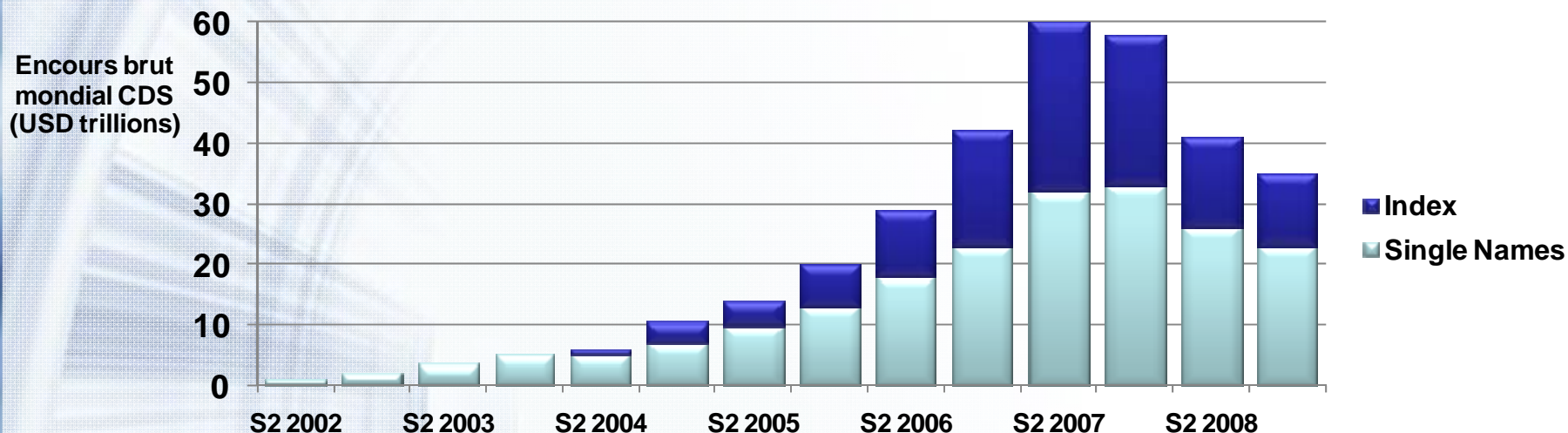
## 3 grands types d'acteurs

### 4 logiques différentes pour 1 marché

Types d'acteurs	Vente de protection	Achat de protection	Logiques d'intervention
Banques	7%	18%	Couverture du portefeuille de crédit
	33%	36%	Dealing / Market-making
Hedge Funds	31%	28%	Arbitrage
Assureurs	18%	6%	Assurance
Autres	11%	11%	∅



## Un développement trop rapide pour être maîtrisé...



### Début 2008

- **60 trillions** USD d'encours brut
- A comparer à 80 trillions USD d'encours mondial de titres de dettes

### Crise

- ✓ *Compression multilatérale*
- ✓ *Gel du marché des crédits structurés (CDO synthétiques)*

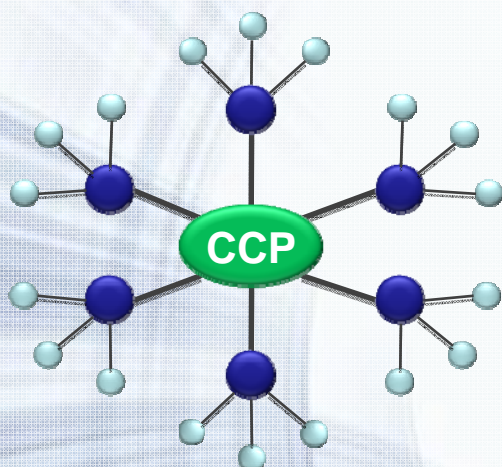
### Aujourd'hui

- **26 trillions** USD d'encours brut
- **2,5 trillions** USD d'encours net

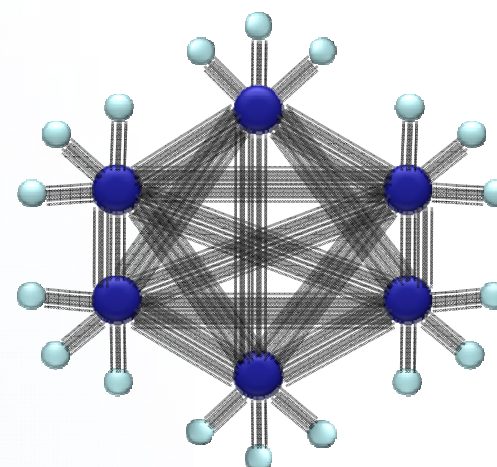


## ... encore moins sur un marché OTC...

### Marchés organisés



### Marché des CDS (OTC)



- **Sell-Side**  
(dealer)
- **Buy-Side**  
(assureur,  
hedge fund)

- Hétérogénéité et non-fongibilité des contrats bilatéraux
- Absence de netting des positions, et de vision consolidée des expositions nettes
- Risque de contrepartie porté par chaque participant, et influant sur la valorisation des produits
- Absence de processus de default management harmonisé et sécurisé



# ... dont les infrastructures sont encore en phase de construction

Marché des CDS – Situation fin 2008

**TRADING  
AFFIRMATION**

Plateformes  
de trading



**TENUE DE  
POSITION**

DTCC  
Trade Information  
Warehouse (TIW)



**NETTING**

Plateformes  
de netting  
multilatéral



**CONTREPARTIE  
CENTRALE**



**ISDA**  
CDS Marketplace<sup>SM</sup>

- Contrats standards
- Gestion des événements de crédit

**markit**

- Prix de référence
- Gestion des produits indicels



## Des limites exacerbées par la crise financière

### Opacité du marché

- L'incertitude sur l'ampleur des positions CDS sur **Lehman** a participé au stress des marchés post-défaut

### Risque systémique

- La **faillite d'AIG** est due en grande partie à ses positions CDS vendeuses sur CDO de subprimes (≈ 440 milliards de dollars)

### Impacts sur le marché de la dette mal maîtrisés

- Les pratiques de marché (*spéculation, proxy-hedging, enchères physiques post-défaut*) sont considérées comme responsables de **distorsions significatives du marché de la dette**
  - Explosion des spreads des pays développés entre septembre 2008 et mars 2009 (US, Europe, Japon)
  - Explosion récente du spread de la Grèce
  - Fanny Mae / Freddie Mac : titres juniors et subordonnés mieux valorisés post-défaut que les titres senior
  - Les « empty creditors » accélérateurs de défauts



# La double concentration du marché, renforcée par la crise, accroît encore le risque systémique

**Les 5 plus gros dealers  
représentent 90% du notionnel...**

<b>JP Morgan</b>	7 502	
<b>Goldman Sachs</b>	6 600	
<b>Morgan Stanley</b>	6 293	
<b>Deutsche Bank</b>	6 191	
<b>Barclays</b>	6 033	
<hr/>		
<b>Total</b>	<b>32 619</b>	<b>Mds \$</b>

**... et 4 d'entre eux sont parmi les 10  
plus grosses entités de références**

<b>GE Capital</b>	80	
<b>Bank of America</b>	80	
<b>JP Morgan</b>	80	
<b>Deutsche Bank</b>	75	
<b>Deutsche</b>	70	
<b>Telekom</b>	65	
<b>Morgan Stanley</b>	65	
<b>Wells Fargo</b>	60	
<b>Goldman Sachs</b>	55	
<b>Merrill Lynch</b>	55	
<b>RBS</b>	45	Mds \$



## Réaction du marché et des autorités dès 2008

### Réaction du marché

### Réaction des autorités Europe et US

#### Favoriser la transparence

- Généralisation de l'usage de la DTCC TIW
- Généralisation de l'usage des plateformes de netting multilatéral (TriOptima, Markit)

- *Utilisation de plateformes de trading régulées*
- *Elargissement des obligations de transparence et de reporting aux produits OTC (« MiFID 2 »)*

#### Maîtriser le risque systémique

- Engagement de l'ISDA auprès de la Commission Européenne pour utiliser une CCP établie en zone Euro
- Big Bang & Small Bang : standardisation des produits (préalable à la compensation centrale)

- Utilisation de contreparties centrales (CCP)
- CCP en zone Euro avec accès à la monnaie Banque Centrale
- *Renforcement des exigences réglementaires en capital*

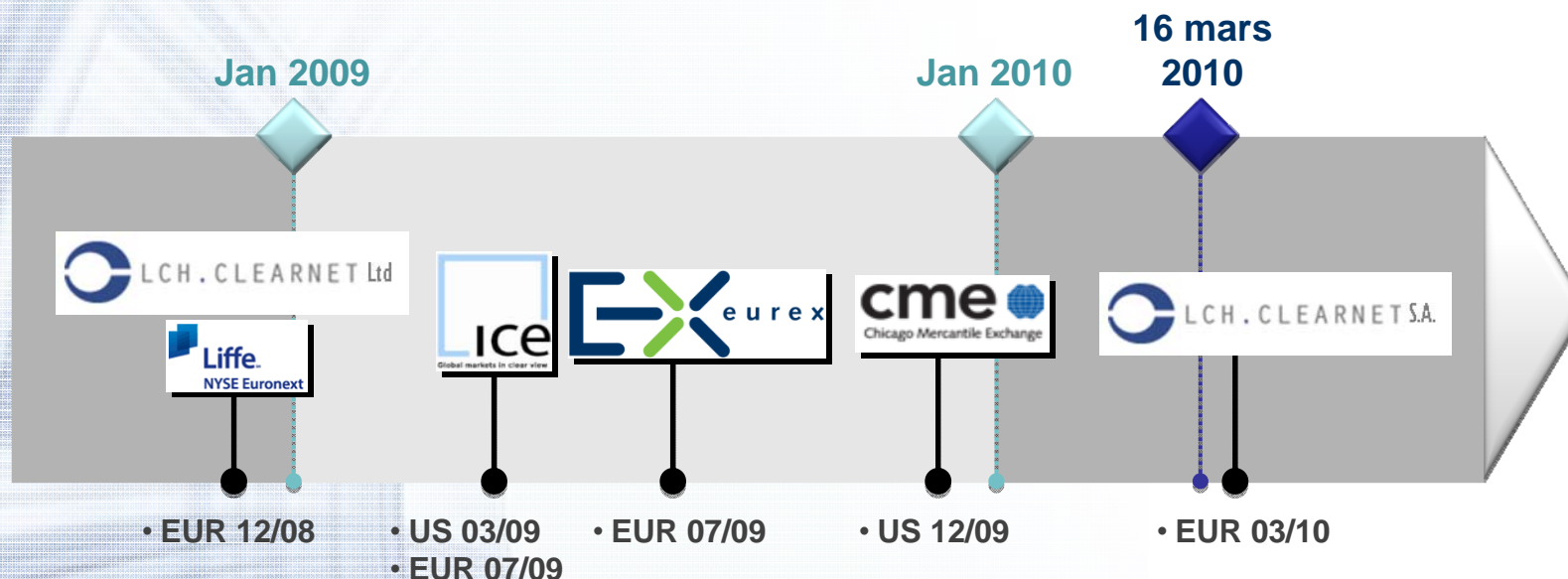
#### Réduire les effets néfastes de la spéculation et du processus de défaut

- Rationalisation du processus d'enchères, désormais obligatoire et élargi au Buy-Side

- *Restriction du trading de « naked CDS »*
- *Restriction de la participation des « empty creditors » au processus de défaut*



## Chambres de compensation : 4 plateformes en concurrence en 2010

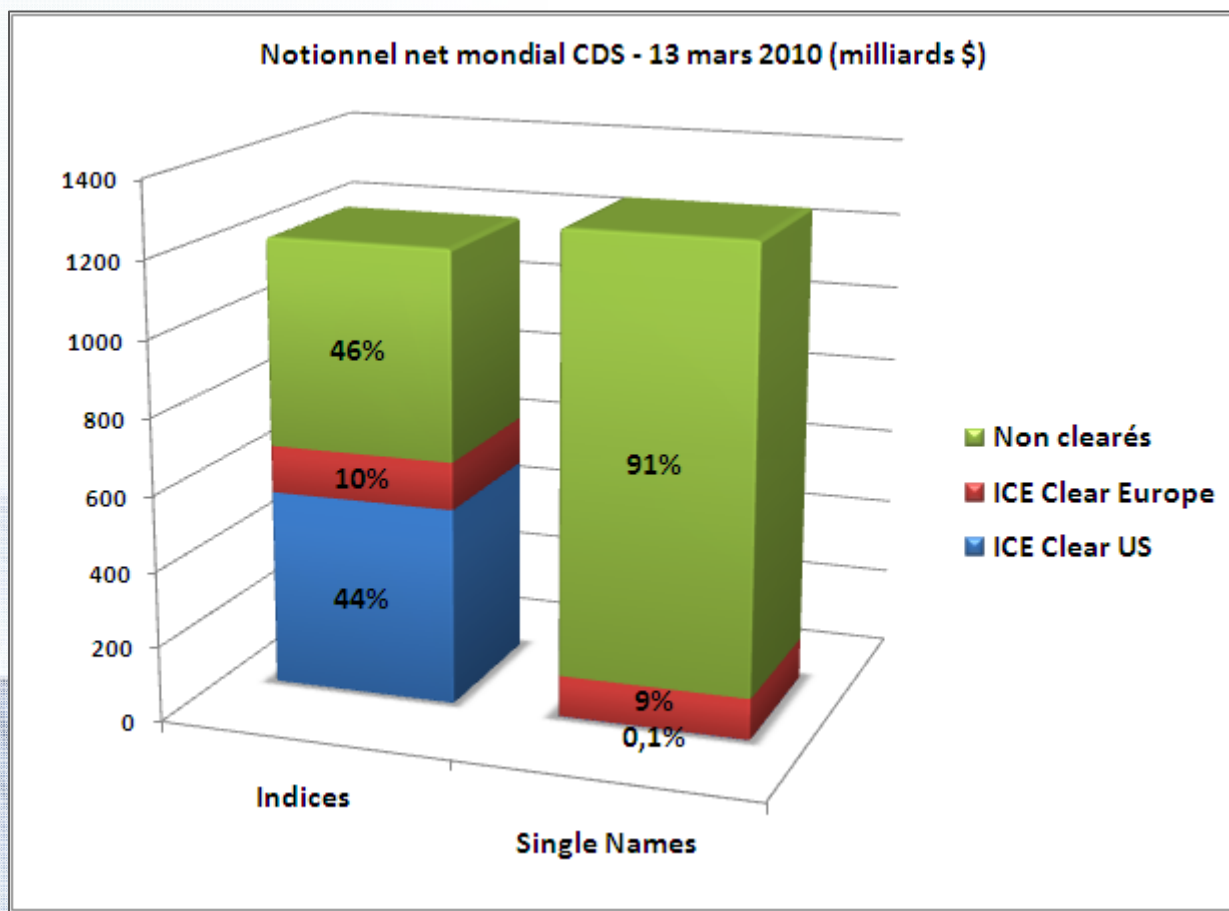


- L'offre conjointe NYSE Euronext Liffe / LCH.Clearnet Ltd, trop éloignée du modèle de marché OTC, a été stoppée mi-2009
- Les modèles opérationnels des 4 offres live en 2010 sont très proches et s'appuient sur les infrastructures du marché OTC



## Un démarrage rapide pour ICE Clear, qui traite aujourd'hui 30% des positions ouvertes

- ICE Clear traite **54%** des volumes sur **Indices** et **9%** sur **Single Names**, sur un total de \$ 2,5 trillions de positions nettes ouvertes
- L'activité d'Eurex et CME reste réduite (respectivement \$ 130 et 50 millions)
- Seules les positions **inter-dealers** (membres des CCP) sont aujourd'hui réellement clearées





## Des bénéfices immédiats mais encore des questions clefs à résoudre

### Bénéfices

- Efficacité du marché
  - Choix d'une contrepartie déconnecté de ses capacités de margining
  - Pricing des produits « purs » et donc réduction des spreads
- Maîtrise des risques
  - Réduction du risque de contrepartie
  - Réduction du risque systémique
  - Meilleure maîtrise du processus de défaut
  - Possibilité de transfert de positions d'une « contrepartie en risque » (clearer) à une autre



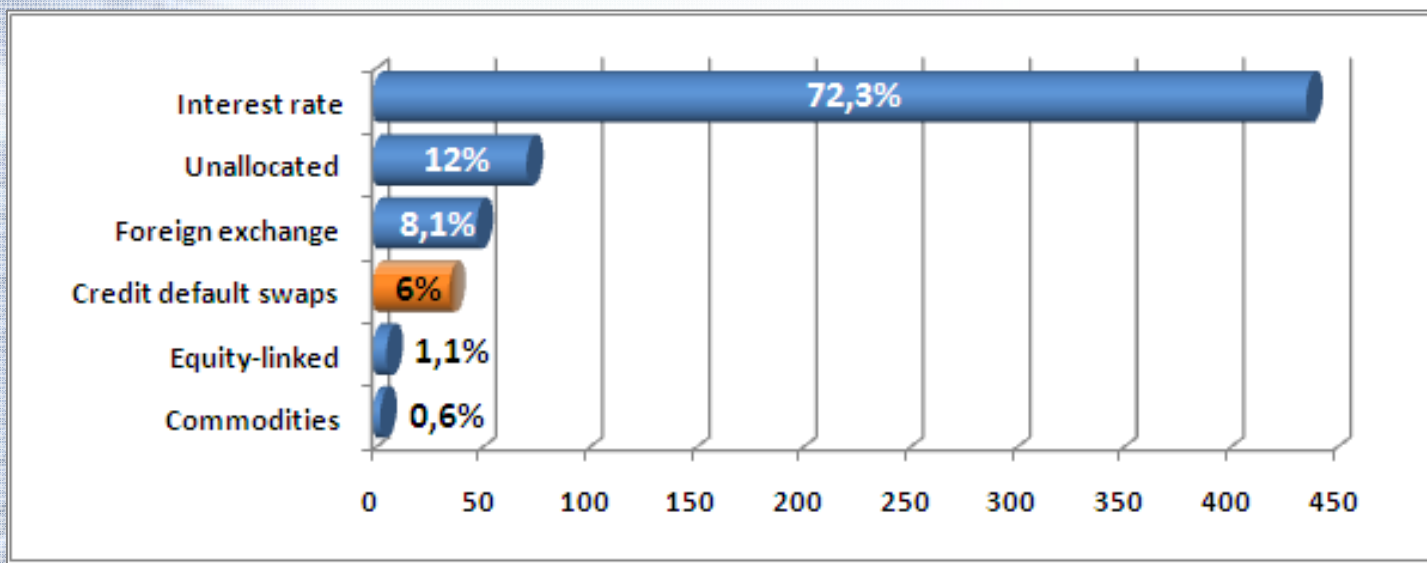
### Questions

- Modèle de risque sur les Single Names
  - ICE Clear et CME ne traitent que les composants des indices
  - Eurex se limite à 15 sous-jacents
- Accès à la monnaie banque centrale
- Coûts additionnels
  - Augmentation du coût en collatéral
  - Coût du clearing CCP
  - Evolution des processus et des SI back-office
- Flexibilité et innovation vs. standardisation



## Prochaines étapes : développement vers le Buy-Side... et les autres dérivés OTC ?

- Développement d'offres de **clearing pour compte de tiers** (GCM) et **mobilisation des acteurs Buy-Side**
- **Aboutissement des travaux réglementaires** : régulation des plateformes de trading, restriction des stratégies spéculatives, renforcement des exigences en capital...
- Elargissement à **d'autres dérivés OTC** : plus de \$ 600 trillions d'encours bruts (juin 2009)



Dérivés OTC – Notionnel bruts mondiaux – Juin 2009 (\$ trillions)



# Pause

Retrouvez les slides de la conférence  
sur le site de l'AFTI

[www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)



## CCP : l'âge de raison ? Concentration ? Spécialisation ? Diversification ?

Animée par **Alain POCHET** Responsable banking services  
**BNP Paribas Securities Services**

**Yvon LUCAS**, Directeur des systèmes de paiement et des infrastructures de marché  
**Banque de France**

**Christophe HEMON**, Directeur Général  
**LCH Clearnet SA**

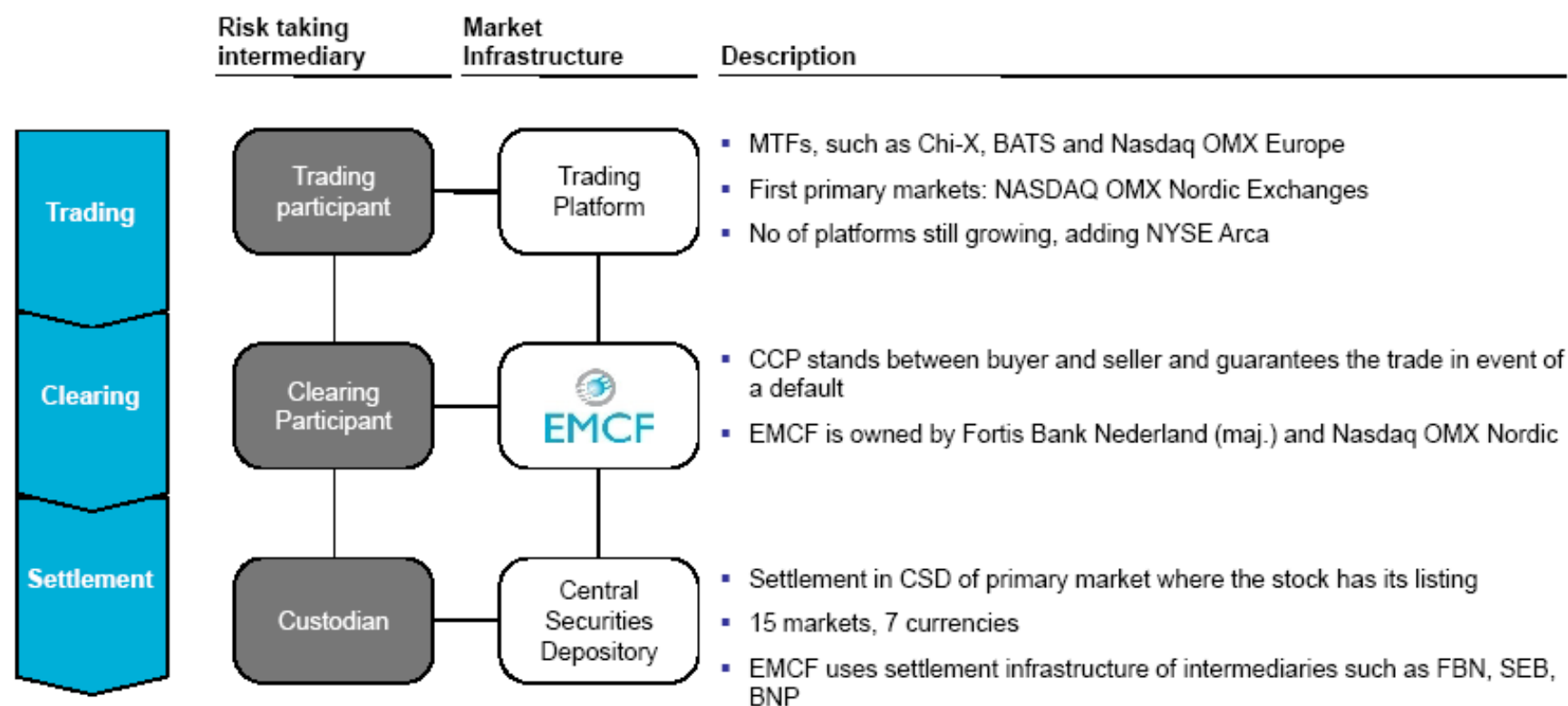
**Fabien ROYON**, Chief operating officer fixed income and currencies  
**Société Générale CIB**

**Peter BEZEMER**, Member of the Supervisory Board  
**EMCF**

**Bertrand PATILLET**, Directeur Général adjoint  
**CA Cheuvreux**

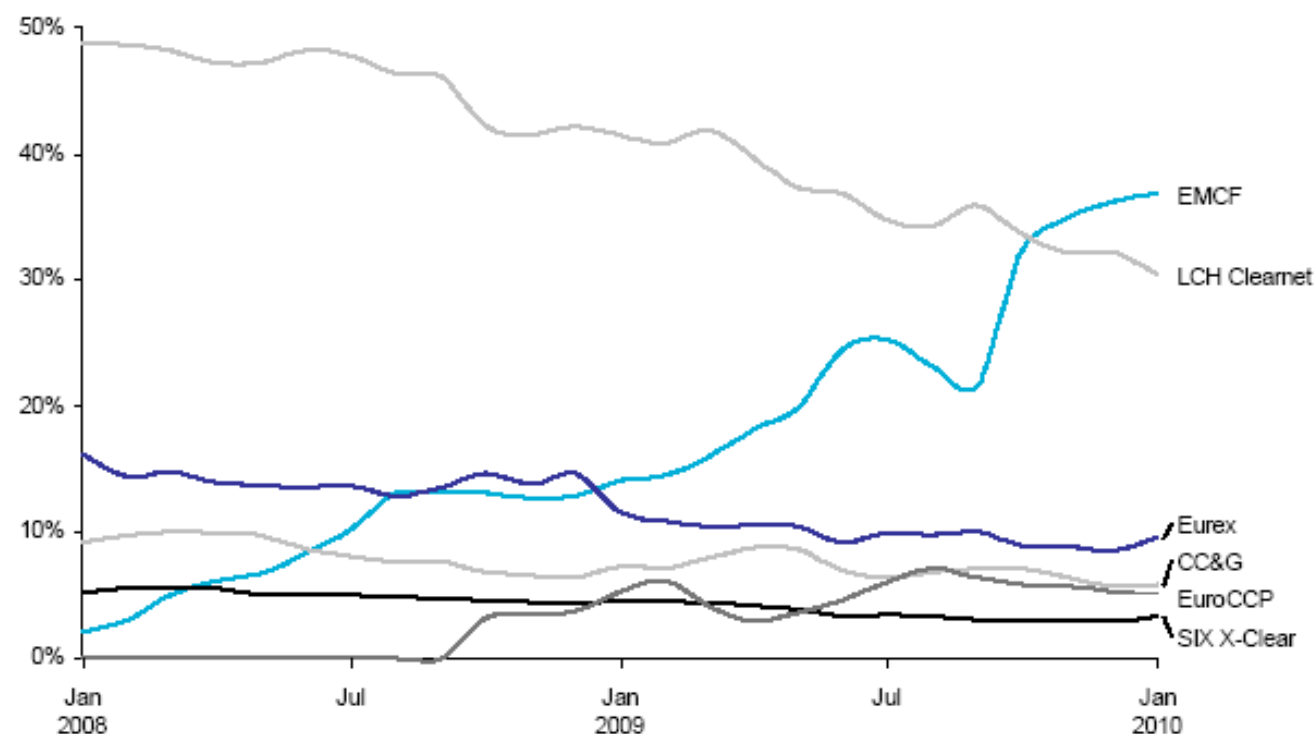


## EMCF is the first pan-European cash equities clearing house



## EMCF has successfully captured a significant market share

CCP Market shares of European on-exchange equity trades\*, 2008-10 (%)

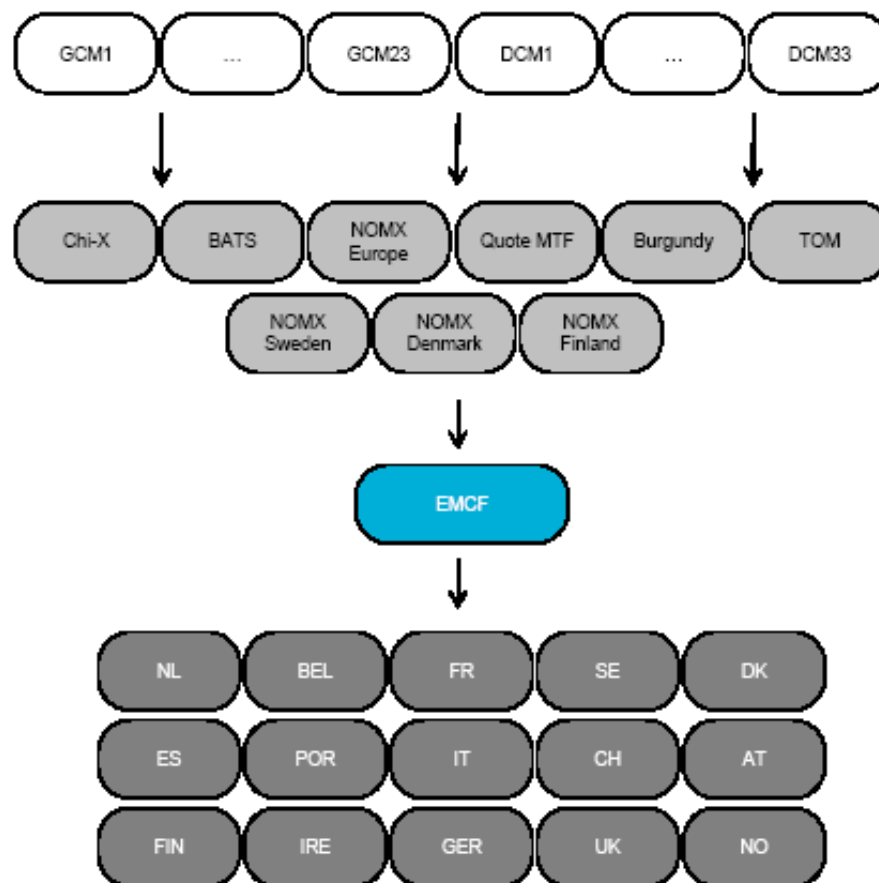


\* Electronic order book trades, excludes investment fund trades and negotiated deals, LSE competitive clearing volumes attributed to LCH, SIX Swiss Exchange volumes attributed to X-Clear

Source: BATS Europe, Chi-X, FESE, NASDAQ OMX Europe and Turquoise, EMCF, Spring Associates analysis



## EMCF delivers consolidation of clearing volumes for participants and platforms under Eurozone supervision




Connected to over 100 trading participants and 50 European clearing participants ...

... 9 trading platforms in multiple jurisdictions...

... cross market netting and risk consolidation in a single CCP...

... clearing equities listed in 15 countries

## EMCF employs robust real time risk management

Risk Framework	Considerations
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cash equity transactions only</li> <li>▪ 2-3 days settlement exposure</li> </ul>
<div>Collateral</div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Client collateral (~€ 0.8-1.5 Bn)</li> <li>▪ Real time risk management</li> </ul>
<div>Default fund</div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Default fund (~€ 85 M)</li> <li>▪ Second default fund contribution</li> </ul>
<div>EMCF equity capital</div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Capital of € 5 M + retained earnings</li> <li>▪ Capital requirement monitored by DNB</li> </ul>
<div>Guarantee</div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unlimited parental guarantee by FBN N.V.</li> </ul>

- EMCF employs comprehensive risk management
  - Offers cross market netting and portfolio correlation
  - EMCF risk management parameters are conservative
- Monitoring exposures in real time
  - Real time risk management system
  - Daily stress testing of defense lines
- EMCF is supervised in the Eurozone
  - Regulated in the Eurozone
  - Lead regulator DNB/AFM in the Netherlands – ROCH in the UK



# Conclusion

**Robert OPHELE**

Directeur Général des Opérations

**BANQUE DE FRANCE**