

Spécial Conférence n°36

Les CCP : Quelles stratégies ?

Conférence du 16 mars 2010



En partenariat avec

Spécial Conférence n°36

Les CCP : Quelles stratégies ?

Sommaire

p. 2

Introduction
Marcel Roncin

p. 4

Partie I
Risques systémiques :
il y a CCP et CCP
Marie-Agnès Nicolet
Emmanuel de Fournoux

p. 8

Partie II
LCH.Clearnet SA :
Perspectives d'évolutions
Christophe Hémon

p. 13

Partie III
Régulation des marchés :
Où en est-on ?
Jean-François Rigal
Régulation des CDS :
Pourquoi, comment et quels enjeux ?
Gaspard Bonin

p. 20

Table ronde
CCP : l'âge de raison ? Concentration ?
Spécialisation ? Diversification ?
Alain Pochet

p. 26

Conclusion
Robert Ophèle



Ouverture de la conférence

par Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI.

Bonjour à tous,

Je vous souhaite la bienvenue à cette première conférence de l'année organisée en partenariat avec la FBF et l'AMAFI, consacrée aux chambres de compensation.

Dans sa lettre de Mission adressée le 28 octobre dernier à Pierre Fleuriot, chargé de formuler des propositions en vue de la révision en 2010 de la Directive MIF, le Ministre de l'Économie, de l'industrie et de l'emploi, écrivait :

« La crise financière n'a pas seulement été une crise bancaire. L'onde de choc qu'elle a provoquée a mis en lumière les dysfonctionnements de plusieurs marchés d'instruments financiers essentiels. Dans son action pour refonder la régulation financière internationale, le G20 a souligné la nécessité de renforcer l'intégrité des marchés. Afin de réduire les risques systémiques, il a également appelé à recourir, à condition qu'elles soient robustes, aux infrastructures comme les chambres de compensation pour certains dérivés ».

De son côté, la Commission européenne, qui par ailleurs prône l'interopérabilité entre infrastructures, laquelle a pourtant montré ses limites et représenté une source de coûts sans rapport avec l'objectif recherché, a publié le 20 octobre 2009 une Communication qui annonçait les grandes lignes de la politique qu'elle entend mener en 2010 pour remédier à la problématique des marchés de dérivés de gré à gré. Parmi les mesures proposées figurent :

- La compensation des contrats de dérivés de gré à gré éligibles par le biais d'une CCP, avec l'objectif de rendre obligatoire la compensation centralisée pour les dérivés standardisés.
- Un cadre juridique pour réglementer et surveiller les CCP (règles de fonctionnement, règles de conduite, gestion des risques...).

La Commission travaille aujourd'hui sur un projet de directive, European Market Infrastructure Legislation ou EMIL, avec la double ambition de traiter des infrastructures de Marchés - dont les chambres de compensation - et des produits dérivés. L'accent y est mis sur la nécessité de renforcer la robustesse des infrastructures pour réduire, sinon éliminer, les risques systémiques.

Ce texte sera mis en consultation publique en avril/mai prochains, en vue d'une adoption par le Collège des commissaires en juillet, pour une mise en œuvre en 2012.

L'AFTI plaide pour l'élaboration de deux textes, pour distinguer la démarche « service » représentée par l'aspect infrastructure, de celle relative aux produits - les dérivés OTC.

Pour sa part, le Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne a rappelé qu'il attachait une grande importance au fait de disposer d'une chambre de compensation, au minimum, installée dans la zone euro, pour traiter les dérivés OTC libellés en euros. Enfin, le Conseil ECOFIN a demandé le 2 décembre



dernier que ces dérivés soient compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard.

Depuis une trentaine d'années, les CCP ont été appelées à jouer un rôle grandissant dans les marchés organisés et sur un certain nombre de produits de plus en plus sophistiqués. Par ailleurs, l'intégration européenne passe aussi par un effort de consolidation des CCP, dont l'efficacité est un atout incontestable pour une place financière. Ainsi, avec la crise, il est apparu que le meilleur traitement prudentiel des dérivés de crédit serait obtenu par l'emploi d'une contrepartie centrale de compensation supervisée par la Banque Centrale émettrice de la monnaie dans laquelle sont libellés les dérivés.

À cet égard les chambres de compensation peuvent être classées comme étant d'importance systémique. Elles sont des éléments déterminants dans le maintien de la stabilité financière en permettant aux opérateurs de prévenir les risques systémiques. Dans la chaîne des activités post-marché, elles sont le lien indispensable avec le règlement/livraison, et assurent

la sécurité des membres de marché.

Nous l'avons bien vu lors de la faillite de Lehman où l'accès direct à la liquidité de la monnaie banque centrale, la résilience de notre CCP et l'excellence du risk management ont joué un rôle essentiel.

L'emploi d'une CCP permet également de bénéficier d'une meilleure connaissance des volumes échangés.

Les observateurs s'interrogent sur le paysage qui va progressivement prendre forme, sous la pression des régulateurs, comme nous l'avons vu, mais aussi du marché, à l'issue de la plus grande crise financière rencontrée depuis 80 ans.

Nous verrons lors de cette conférence quelles sont les principales chambres de compensation déjà en place et celles qui entrent en lice.

Pour traiter de ces sujets, nous avons invité :

- ▶ **Marie-Agnès Nicolet**,
Présidente, AUDISOFT Consultants.
- ▶ **Emmanuel de Fournoux**,
Directeur Infrastructure de place
et réglementation prudentielle, AMAFI.

- ▶ **Christophe Hémon**,
Directeur Général, LCH.Clearnet SA.
- ▶ **Jean-François Rigal**,
Directeur Général, Equinox Consulting.
- ▶ **Gaspard Bonin**,
Directeur, Equinox Consulting.
- ▶ **Alain Pochet**,
Responsable Banking Services,
BNP Paribas Securities Services.
- ▶ **Yvon Lucas**,
Directeur des Systèmes de Paiement
et des Infrastructures de Marché,
Banque de France.
- ▶ **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.
- ▶ **Robert Ophèle**,
Directeur Général des Opérations,
Banque de France.

Je vous remercie pour votre attention. ■

Spécial Conférence n°36

Les CCP : Quelles stratégies ?



PARTIE I

Risques systémiques : il y a CCP et CCP

par **Marie-Agnès Nicolet**,
Présidente, Audisoft Consultants,
et **Emmanuel de Fournoux**,
Directeur infrastructures de place
et réglementation prudentielle, Amafi.

Marie-Agnès Nicolet

Comme nous l'a rappelé Marcel Roncin, une étude a été réalisée sur ce thème des chambres de compensation afin de les comparer entre elles via un certain nombre de critères.

Pourquoi cette étude ?

Notamment depuis les propos qui s'étaient tenus au moment du G20 et ceux de Christine Lagarde, tenus lors du discours de Paris Europlace l'année dernière, une très nette pression est mise sur les établissements pour pouvoir transférer et utiliser les chambres de compensation pour les dérivés de crédit, avec l'idée que l'on garantit mieux, d'un point de vue systémique, la sécurité de ces opérations avec une contrepartie centrale plutôt que des contreparties qui peuvent faire faillite.

Ceci dit, cette volonté de faire pression sur les établissements pour qu'ils utilisent de plus en plus de CCP, ainsi que la manière utilisée, à travers un bonus prudentiel – c'est-à-dire une incitation par les fonds propres - pouvait faire naître d'autres inquiétudes, et c'est la raison qui a conduit à la réalisation de cette étude.

Pourquoi d'autres inquiétudes ?

La thèse développée dans le cadre de cette étude est que toutes les CCP ne se valent pas d'un point de vue sécuritaire. Dans un contexte post-MIF, il existe des chambres de compensation différenciées, parfois par type de produits, parfois par niveau des prix, et la concurrence existante n'est pas forcément propice au choix d'une CCP parfois plus chère mais plus sécurisée. L'inquiétude peut aussi venir du fait que l'incitation faite au travers des fonds propres pourrait demain aboutir à une augmentation

des volumes sur les produits traités, puisque le fait de les faire passer par des chambres de compensation ne coûterait rien en terme de fonds propres; cela pourrait générer, dans le cas où ces volumes seraient compensés par des CCP non sécurisées, la crise systémique de demain que nous voulions justement éviter en prenant des chambres de compensation.

Cette inquiétude, qui peut être légitime, fait que, par rapport à des propos génériques qui visent à inciter les établissements à utiliser des chambres de compensation, l'idée est d'abord de se focaliser sur à la fois les avantages d'une chambre de compensation et les risques induits par l'utilisation de ces dernières. Il s'agit ainsi de regarder au travers d'un certain nombre de critères comment se positionnent les différentes chambres de compensation, avec pour finalité de démontrer qu'elles ne sont pas toutes identiques et que donc la nécessité absolue, puisque ce sont des entités systémiques, de les réguler et d'avoir une supervision suffisante doit être finalement préalable à l'incitation faite de passer l'ensemble des produits dans des chambres de compensation. Par ailleurs, l'aspect sécurité de ces chambres doit être un point absolument majeur dans le choix d'une CCP.

Emmanuel de Fournoux

Comme mentionné par Marcel Roncin dans son introduction, les CCP ont un rôle important en matière de protection du risque.

Pour nous, à l'AFTI, à l'AMAFI en France, cela fait longtemps que nous en avons pris conscience. C'était sans doute moins vrai dans les autres pays. Nous pouvons donc remercier, et ce paradoxalement, la crise d'avoir permis de

faire prendre conscience que les CCP jouaient un rôle central en matière de prévention des risques. Il y a eu les réflexions du G20, mais pour notre part à l'AMAFI, nous avons produit une étude en octobre 2008 qui tentait d'analyser la crise et que nous avons appelée: « il y a marché et marché ». Fort de ce titre, nous étions arrivés à une conclusion, « il y a marché et marché », mais il y a aussi « CCP et CCP », d'où le titre de l'article que nous avons élaboré pour la revue Banque et le titre de notre intervention aujourd'hui.

Pourquoi cette réflexion ?

Les travaux du G20 incitaient à recourir aux CCP avec plusieurs objectifs :

- ▶ Intégrer les produits de gré à gré dérivés dans un système de compensation organisé.
- ▶ Se protéger contre le risque systémique.
- ▶ Restaurer la confiance.
- ▶ Assurer une meilleure visibilité du superviseur sur le volume des transactions.

Il y a en effet un aspect visibilité, contrôle prudentiel, qui est important dans les réflexions menées autour de la standardisation et autour de la centralisation des marchés vers des chambres de compensation; comme vous le savez, cela passe par du netting et des appels de marge systématiques.

Je crois que la principale leçon retenue de Lehman, et Christophe nous le précisera ultérieurement, c'est que le rôle d'une CCP est de pouvoir être efficace en cas de crise. Nous avons ainsi pu observer, aussi bien à Londres qu'à Paris, que Clearnet, dans sa composante française et dans sa composante anglaise, a été tout-à-fait en mesure de gérer une crise majeure,



le tout dans des délais très rapides, et de faire en sorte que les risques ne se disséminent pas vers les autres acteurs. Je pense que cela représente un aspect très important des chambres de compensation et cet aspect devra être pris en compte lorsque nous parlerons de l'admission de certains produits dérivés dans les chambres de compensation. Nous avons bien conscience au moment de la crise de tous les bienfaits des CCP, mais cette dernière nous a prouvé également qu'un des enjeux majeurs était de pouvoir liquider rapidement les positions en cas de crise majeure.

Le rôle d'une CCP dans la chaîne de risque repose sur le principe de novation qui transfère le risque de contrepartie pris par les participants de marché vers la CCP. À partir de là, des appels de marges sont effectués vis-à-vis des différents adhérents de la CCP. La CCP joue également un rôle majeur en matière de règlement/livraison, en assurant le transfert des titres entre les différents adhérents.

Nous n'insisterons pas plus sur cette partie de l'article qui n'est pas la plus déterminante. La partie la plus intéressante réside dans le travail qui a été fait par Audisoft et les équipes de Marie-Agnès qui ont analysé en profondeur et en fonction de toutes les informations qu'ils ont pu recueillir et qu'ils possédaient, les risques pris par les chambres de compensation. Évidemment, la CCP permet de prévenir les risques, cependant la CCP n'est pas en elle-même totalement exempte de risques, bien au contraire. Un travail important a été mené par Audisoft sur les risques pris et la façon d'y remédier; les conclusions de ces travaux ont été présentées dans un article paru dans la revue Banque&Stratégie. Marie-Agnès va vous détailler ces aspects, peut-être moins connus que ceux de novation et d'appels de marges.

Marie-Agnès Nicolet

Effectivement, les risques pris par une chambre de compensation sont aussi importants, et c'est pour cela que la question de la nécessité de la sécurité et de la supervision se pose. Un certain nombre de risques ont été définis pour y remédier, ainsi que des normes internationales, et ce depuis un certain nombre d'années, notamment par le comité technique IOSCO et le Committee on Payment and Settlements System. Nous

avons donc un certain corpus international de normes pour prévenir à la fois:

- ▶ Le risque de crédit, puisque bien évidemment le défaut d'un adhérent peut se produire, par exemple tout simplement pour cause d'insolvabilité.
- ▶ Le risque de liquidité, c'est-à-dire l'impossibilité par un ou des adhérents d'honorer leurs engagements.
- ▶ Les risques juridiques, qui, en fonction même de la nature de la contrepartie centrale et du principe de compensation, peuvent être importants.
- ▶ Le fait de savoir, avec peut-être certaines CCP, jusqu'où vont les engagements que vous avez en cas de faillite d'adhérents.
- ▶ Le cas où le droit applicable à la CCP ou à l'un ou plusieurs des adhérents ne serait pas forcément en adéquation, du fait du contexte transfrontalier notamment.

Il existe aussi des risques opérationnels liés au fait que ces infrastructures de marché s'appuient sur des systèmes d'information. Les aspects de continuité d'activité sont tout à fait majeurs, par exemple en cas de sinistre, pour pouvoir récupérer ou savoir où en sont les positions. Par ailleurs, certaines CCP s'exposent à un risque accru par le recours à des prestataires, qui ont notamment développé des systèmes informatiques complexes.

Il existe donc un certain nombre de risques qui pourraient mettre une CCP en grande difficulté. Ceux-ci sont liés à ses adhérents et/ou à son fonctionnement propre. Il est vrai que, d'un point de vue français, nous connaissons mieux Clearnet, ses aspects en termes de sécurité, de contrôle et le fait que cela soit un établissement bancaire soumis aux normes classiques du contrôle interne bancaire. La vision que nous pouvons avoir des autres CCP n'est pas forcément aussi précise.

L'étude que nous avons réalisée se base sur plusieurs critères, à l'aune desquels nous avons analysé un certain nombre de chambres de compensation, pour essayer de déterminer, justement, les risques qui pouvaient être générés sur ces différents critères. Tout d'abord, le critère de la condition d'adhésion et de la sélection des adhérents; sur ce type de sujet, la plupart des CCP regardent les capacités financières des adhérents, le capital minimum, qui parfois

d'ailleurs doit pouvoir augmenter et aussi évoluer en fonction des flux. D'autres CCP ne se baseraient que sur les notations, qui peuvent se révéler insuffisantes afin de limiter et gérer ce type de risques, et n'imposeraient pas forcément d'obligation de capital minimum. Nous pouvons déjà noter des différences sur ce sujet. Or, c'est un point majeur si l'on veut éviter un des risques systémiques, lié aux faillites en chaîne des adhérents.

Des différences peuvent également exister sur les collatéraux admis. Cela va de la garantie bancaire, des espèces, des obligations d'État, à parfois certaines actions, plutôt des « Large Caps », mais qui sont acceptées par certaines chambres de compensation.

En ce qui concerne les systèmes de couverture des positions ouvertes et les calculs d'appels de marges qui sont mis en place, nous traitons là d'un point majeur, qui nécessite d'être contrôlé en interne et également supervisé en externe, puisque c'est ce qui va permettre de couvrir les risques dans des conditions normales de marché avec ensuite l'intervention d'un fonds de garantie qui va permettre, dans des conditions de marché plus difficiles, de couvrir le risque. Ici, de la même manière, les calculs sont différents selon les chambres de compensation, qu'ils soient réalisés sur la base des positions brutes et nettes ou uniquement, par exemple, sur les positions nettes. Quant au calcul et à la constitution du fonds de garantie, les méthodes de calcul apparaissent aussi, tel qu'on a pu le voir, assez hétérogènes. Par exemple, la notion de stress-test qui est utilisée par un certain nombre de chambres de compensation ne l'est pas par toutes les CCP, et pour certaines, le calcul du fonds de garantie se basera sur une simple somme forfaitaire. Nous pouvons remarquer ici que les différences de calcul peuvent aussi entraîner une solidité plus ou moins importante de ces chambres.

Par ailleurs, il faut tenir compte du dispositif de contrôle interne d'une CCP. Nous avons pu observer que la plupart de ces chambres de compensation possédaient un statut bancaire; c'est le cas par exemple de LCH.Clearnet qui est dans la norme de contrôle interne 97-02. Ce n'est néanmoins pas le cas de toutes les chambres de compensation, ce qui signifie que le type d'exigences en termes de contrôle, de gestion



PARTIE I

Risques systémiques : il y a CCP et CCP

des risques, de conformité et de plan de continuité n'est pas aussi détaillé lorsque l'établissement n'a pas ce statut de banque, même si certaines de ces normes figurent pour partie dans les normes internationales que nous avons évoquées précédemment. De plus, pour l'instant et dans l'attente de nouvelles Directives, il n'existe pas de statut qui nécessite une exigence particulière de ce point de vue.

Le contrôle des adhérents n'est également pas parfaitement homogène. Certaines CCP ont un devoir de contrôle des adhérents qui est réglementaire. LCH.Clearnet doit par exemple envoyer un rapport à l'AMF chaque année sur le contrôle réalisé sur ses adhérents, ce qui est assez compliqué à faire dans une situation de concurrence aussi accrue - cela nous permet d'ailleurs de soulever ici le problème suivant : une infrastructure systémique doit-elle être dans un système concurrentiel? - En outre, les clauses d'audit que l'on trouve pour certaines CCP ne sont pas systématiques.

Par ailleurs, les dispositifs de régulation, de supervision et de surveillance ne sont pas non plus les mêmes partout, par rapport au système que l'on connaît, dans lequel un régulateur, un superviseur, va réaliser un contrôle permanent et périodique sur place, la Banque de France effectuant ensuite une surveillance (oversight). Le niveau d'information peut s'avérer bien moindre sur certaines autres chambres de compensation, dans lesquelles nous pouvons avoir l'impression, à travers les rapports rendus publics, que le contrôle est seulement basé sur une analyse déclarative. L'oversight d'une banque centrale est donc très intéressant mais le système observable dans certaines CCP, où un véritable contrôle est réalisé par un superviseur sur place pour s'assurer de la réalité et des dispositifs de maîtrise des risques de la chambre, reste tout à fait majeur, ce qui n'est pas effectif partout, puisque cela n'est pas normé. Sans supervision efficace, c'est-à-dire avec ce triptyque du contrôle permanent composé du superviseur, du contrôle périodique sur place et de la surveillance relative aux critères internationaux, je pense qu'il n'est pas possible d'estimer si la CCP qu'un établissement aura choisie, parce qu'elle pourrait être plus compétitive en termes de coûts, sera suffisamment solide. Cela pose un réel problème, surtout dans le cadre de

cette intensification des volumes sur les CCP, notamment sur les dérivés de crédit.

Je dirais donc en conclusion de cette partie que le risque systémique qui peut apparaître au sein d'une CCP - lorsque l'incapacité d'un adhérent à remplir ses obligations va entraîner l'impossibilité pour d'autres adhérents de s'acquitter de leurs propres obligations et dans le cas où certaines chambres de compensation ne seraient pas au niveau en terme de sécurité - peut effectivement provoquer un effet systémique et domino particulièrement majeur, puisqu'au lieu d'avoir en face de soi Lehman Brothers, on aurait les volumes consolidés de l'ensemble des adhérents qui font faillite. Trois scénarios de risques majeurs peuvent ainsi être soulignés :

- ▶ Des clearing members qui ne peuvent pas apporter tous les collatéraux suite à un appel de marge, avec un risque de défaut de contrepartie.
- ▶ Des collatéraux qui sont émis eux-mêmes par des établissements qui peuvent être en défaut.
- ▶ Des dépôts qui ne suffisent pas à couvrir le défaut. Dans ce cas-là, c'est plus le système lui-même ou les collatéraux admis qui sont à interroger du point de vue de la solidité.

Certaines normes de régulation sont donc hétérogènes, car les statuts sont différents pour les CCP puisqu'elles ne sont pas toutes des établissements bancaires soumis à l'ensemble des exigences prudentielles, et les normes minimales sont pour l'instant insuffisantes. Des recommandations sont applicables au niveau européen également, mais la réalité et le détail de la mise en place de ces normes dépendent à la fois de chaque structure et de la supervision qui en sera faite.

Emmanuel de Fournoux

Nous sommes ainsi dans un environnement relativement hétérogène aujourd'hui en matière de CCP; cette situation n'est pas tenable dans la mesure où les CCP, même si elles réduisent les risques, sont elles-mêmes porteuses de risques, ces derniers pouvant s'accroître dans la mesure où des opérations portant sur les produits OTC dérivés - opérations sensiblement plus difficiles à gérer que les purs produits equities ou obligataires - vont être intégrées dans ces chambres de compensation.

Où en sommes-nous aujourd'hui ?

La bonne nouvelle aujourd'hui est que la Commission Européenne a complètement changé d'avis et envisage de réguler. J'ai assisté hier matin, à Bruxelles, à la dernière réunion je pense sur le Code de Conduite qui était préconisé par la Commission pour ne pas réguler les activités de post-marché. Cette approche libérale de bonne conduite des infrastructures permettait, en particulier, de mettre en place ce qu'on appelle l'interopérabilité ou le droit d'accès. Nous nous sommes aperçus au bout de trois ans que cela ne pourrait pas fonctionner dans des conditions optimum.

La Commission va donc réguler. Elle a proposé une directive appelée EMIL (European Market and Infrastructure Legislation), qui traite à la fois des sujets produits et des sujets infrastructures. Cette directive n'est sans doute pas parfaite mais elle reste une avancée très importante : c'est donc le premier pilier de normalisation en Europe. Le deuxième pilier important se compose des standards CPSS-IOSCO qui ont déjà été mis à jour afin de tenir compte notamment des aspects marchés dérivés de gré à gré même si, il me semble, des travaux sont en cours pour améliorer ou rendre plus efficaces ces normes. Enfin, le troisième pilier, qui est essentiel, c'est l'aspect prudentiel. Il existe aujourd'hui au niveau de Bâle mais également au niveau européen.

Une directive appelée CRD 4 réfléchit sur les normes de fonds propres applicables aux opérations de gré à gré, dérivés, OTC, sur le collatéral nécessaire, et en particulier sur les normes applicables lorsqu'on confie des opérations à des CCP.

Cette réflexion est en train d'être menée, et nous devons d'ailleurs la mener collectivement sur la place de Paris et répondre aux consultations à ce sujet, puisque nous assistons aux avancées de trois types de travaux en parallèle :

- ▶ La législation européenne avec la directive EMIL.
- ▶ La transposition de Bâle 3 et la Directive CRD dans le prudentiel.
- ▶ L'évolution des standards.

Ces trois piliers au moins vont, je l'espère, converger vers une législation acceptable, à la fois par les régulateurs et par l'industrie, fondée sur la sécurité du marché en ce qui concerne ces

opérations. Des discussions seront menées par la suite dans le cadre de l'EMIL pour savoir comment normer les CCP, quel statut leur donner, ou comment avoir un passeport européen. Enfin, en matière de fonds propres applicables aux opérations passant par les CCP, nous proposons dans l'article quelques pistes d'évolutions qui restent à creuser, et sur lesquelles nous travaillerons dans les jours qui viennent en répondant aux différentes consultations.

Marie-Agnès Nicolet

Nous avons donc vu, et ce sera le mot de la fin, que les CCP, lorsqu'elles sont suffisamment supervisées et contrôlées, répondent bien à cet objectif de mutualisation du risque de contrepartie.

En revanche, concernant la proposition de

donner un bonus prudentiel lorsque les CCP sont utilisées, l'objectif serait de considérer malgré tout la CCP comme une contrepartie que nous devons noter en fonction de critères - les critères à prendre en compte pourraient être ceux que nous avons étudiés dans le cadre de cette analyse, c'est-à-dire les règles d'adhésion, la gouvernance et le contrôle, les modalités de supervision, les méthodes de calcul des appels de marge, les collatéraux admis pour le fonds de garantie -. Ceux-ci ne devront surtout pas émaner d'une agence de notation, qui a pu elle aussi montrer ses limites, mais pourquoi n'émaneraient-ils pas des régulateurs eux-mêmes, voire, comme nous l'avons proposé malgré son caractère difficilement réalisable, d'une évaluation croisée, afin d'éviter toute suspicion de favoritisme de la part de tel régulateur

qui privilégierait la chambre de compensation dont il est en fait responsable au niveau de la supervision de son pays?

L'idée est de trouver les bons critères à l'aune desquels pourraient être évaluées les CCP. En ce sens, les critères qui ont servi de base à l'étude, comme les règles d'adhésion, les niveaux et normes de contrôle, de gouvernance et de supervision, le statut de la CCP, et les méthodes de calcul des appels de marge et du fonds de garantie ainsi que les collatéraux admis peuvent être des critères à réutiliser ou à compléter avec les critères internationaux. Si nous considérons que les CCP sont peu risquées, l'allocation de fonds propres sera effectivement moindre; de plus, si elles sont, le cas échéant, gérées par une banque centrale, il serait peut-être possible de diminuer l'allocation voire la rendre nulle. ■

Questions de la salle

► *Quelle est la nature des actifs compensés dans la chambre de compensation? Car là aussi, il y a un élément d'attention afin d'éviter qu'un marché sain soit contaminé par un autre marché moins liquide, qui ne soit pas nécessairement supervisé mais avec des actifs d'une nature tout à fait différente.*

Emmanuel de Fournoux: Nous pouvons apporter deux éléments de réponse à cette question. Le premier est qu'une séparation des risques est effectivement nécessaire entre les différents produits et les différents clearing members qui traitent certains produits, le but étant qu'aucun compartiment ne puisse contaminer l'autre. Il s'agit donc de mettre en place des mesures permettant de ne pas faire courir de risques à des individus qui par nature n'ont pas souhaité en prendre. Le deuxième point est lié à la nature des produits confiés aux CCP. Il ne faut effectivement mettre dans des CCP que des produits que l'on sait liquider en cas de crise; c'est un des critères qu'il faut prendre en compte pour déterminer les produits que nous pouvons placer dans une CCP puisque si, en cas de crise, la chambre de compensation se retrouve avec des positions qu'elle ne peut pas liquider parce que ses adhérents ne se sont pas mis d'accord,

nous avons là un véritable problème. Je pense que c'est une des conditions d'admission des produits aux opérations d'une chambre.

► *Sur combien de CCP a porté l'étude?*

Marie-Agnès Nicolet: Nous en avons pris 6: LCH.Clearnet, EuroCCP, ICE Clear Europe SIX x-clear, EMCF, EUREX.

► *Qui devrait choisir les produits éligibles auprès d'une CCP?*

Emmanuel de Fournoux: Il est nécessaire selon moi que ces CCP aient des comités de gestion des risques et d'utilisateurs et donc cette détermination doit leur appartenir. Pour ma part, même si cela reste sans doute une question qu'il faut creuser, c'est bien aux utilisateurs de la chambre de compensation de décider des produits qu'ils admettent dans leur chambre.

► *Quelles sont les informations relatives aux potentiels malus que l'on pourrait avoir sur le fait de ne pas clearer des CDS?*

Emmanuel de Fournoux: C'est toute la réflexion qui est menée sur Bâle 3.

Marie-Agnès Nicolet: Ces informations sont relatives à la directive CRD 4 également, dans

laquelle il y a effectivement une partie à la fois sur les CCP mais aussi sur les produits. Des éléments sur les modifications des fonds propres et sur les différents produits se trouvent en ce moment dans les propositions de la Directive.

Emmanuel de Fournoux: Une réflexion est également à mener sur le point suivant: les émetteurs, les trésoriers d'entreprise, ont été très vocaux contre le fait que l'on mette les produits dans les chambres de compensation au motif que cela allait entraîner des appels de marges, et donc une augmentation des coûts, dans des proportions énormes. Je pense qu'il faut que nous répondions entre nous et vis-à-vis des régulateurs à cette question, parce qu'effectivement, si le produit n'est pas « assuré » par la chambre de compensation, soit il ne l'est pas du tout, ce qui crée un vide réglementaire ainsi qu'un risque, soit il est assuré d'une autre façon, dans le pricing appliqué par exemple. Il conviendrait de travailler sur cet aspect pour déterminer les modalités afin d'assurer et de limiter le risque sur les produits qui ne passent pas dans les chambres de compensation pour éviter l'existence de normes de fonds propres disproportionnées pour ces produits-là. ■

Spécial Conférence n°36

Les CCP : Quelles stratégies ?



PARTIE II

LCH.Clearnet SA : Perspectives d'évolutions

par **Christophe Hémon**,
Directeur Général, LCH.Clearnet SA.

Je souhaiterais commencer mon introduction par un commentaire fait la semaine dernière par Gary Gensler au congrès de la FIA à Boca Raton. Celui-ci a commencé son discours en demandant si, parmi les 400 personnes présentes dans la salle, quelqu'un pensait que, entre les régulateurs, les banques et les chambres de compensation qui avaient fait tout leur possible pour résoudre la crise et essayer de faire face à son ampleur du fait du défaut de Lehman, nous n'aurions pas pu faire mieux sur le moment. La réponse fut évidemment non, puisque cette gestion de crise s'est effectivement bien passée: il a fallu gérer des liquidations de portefeuille dans un timing assez réduit, quelquefois dans un marché plus qu'illiquide, avec des prix qui fluctuaient entre le moment où nous contactions les banques qui assuraient cette liquidation et le moment où nous recevions le prix. Je peux cependant vous assurer que nous avons beaucoup appris de cette crise et beaucoup travaillé pour affiner tous ces processus, renforcer des maillons de la chaîne aux endroits nécessaires, même si, bien évidemment, beaucoup de travail reste encore à faire.

Un certain nombre de choses restent à faire au niveau des chambres de compensation. Ce qui est intéressant par ailleurs, c'est que, pour la première fois il me semble lors d'un forum de l'AFTI, nous parlons des chambres de compensation sans parler de prix, et je ne parle pas ici des prix de marché mais bien du prix de compensation. Je pense que la crise a apporté quelque chose à ce sujet: non pas que le sujet des prix soit complètement éludé, puisque les clients savent nous le rappeler, et ce

de manière légitime, et parce que nous avons travaillé sur ce point qui fait partie de nos objectifs, mais les propos que je pouvais entendre au Conseil d'Administration groupe LCH.Clearnet qui portaient essentiellement sur les prix il y a deux ans ou deux ans et demi, ont beaucoup évolué à la lumière de la crise. Comme nous l'a signalé un représentant d'une grande banque de la place, sa préoccupation n'est désormais plus de savoir combien il doit payer mais bien de savoir le risque qu'il détient face à la chambre de compensation.

Cette préoccupation représente vraiment le cœur du débat à présent, et nous nous sommes aperçus que ce représentant était probablement précurseur en ayant quelque peu anticipé le mouvement. Je ne reviendrai pas à ce sujet sur les diverses recommandations du G20. Nous sommes régulièrement appelés par le Ministère des Finances à vérifier que tout ce qui est prononcé et dit soit bien en phase avec ce que nous faisons. Au sujet de la lettre de la semaine dernière signée par le président Sarkozy, Angela Merkel, M. Papandréou et M. Junker, la totalité des signataires recommande une compensation des dérivés de crédits dans une chambre de compensation localisée dans la zone euro, et une déclaration supplémentaire est élaborée chaque semaine pour plaider dans ce sens. D'ailleurs, la distinction que nous pouvons opérer entre ces différents dérivés est intéressante; il y a d'un côté les produits listés, ceux qui viennent de plates-formes de trading ou de bourses connues et, de l'autre, les produits que l'on peut qualifier de pur OTC, plus délicats à gérer.

En ce qui concerne les différents points qui ont été précédemment couverts, je me contenterai seulement d'insister sur certains, car il paraît intéressant, d'abord de vous rassurer, mais aussi de vous montrer que LCH.Clearnet SA couvre bien la totalité de ces éléments-là. Cinq points clés - régulation, critères d'adhésion, système de gestion des appels de marge, fonds de garantie et gouvernance - nous importent plus particulièrement en tant que chambre de compensation horizontale. Nous ne sommes en effet pas une chambre de compensation verticale adossée à une plate-forme particulière, bien que la majorité de notre activité sur les produits actions et sur les produits dérivés listés viennent du groupe Nyse Euronext. Nous ne bénéficions pas d'adossement capitalistique face à une plate-forme, et nous nous basons sur des règles d'adhésion propres à LCH.Clearnet, qui sont revues régulièrement par un comité d'admission.

Notre organisation comporte également un comité des risques qui revoit les paramètres de gestion des risques, propose un certain nombre d'améliorations, de changements, à notre gestion des risques, tous ces changements étant soumis aux régulateurs par la suite. De plus, nous fonctionnons avec des fonds de garantie dédiés par type de produits, puisque, pour éviter un effet de contagion, nous avons créé des fonds de garantie propres, à savoir un fonds de garantie pour l'activité produits de taux, un autre pour les produits listés (actions et dérivés). Nous avons également un fonds de garantie pour l'activité sur Powernext et nous allons en développer un dédié aux dérivés de

crédit, et ainsi de suite dans la même logique. Ces différents critères sont revus et travaillés de manière séparée puisque nous le faisons par types de produits. Nous soumettons tous ces changements et toutes ces améliorations aux régulateurs et ce n'est qu'après avoir reçu l'accord de ces derniers que nous pouvons procéder à la mise en route d'une plate-forme ou à la mise en œuvre de ces changements, tant sur le plan de la gestion des risques que sur le lancement d'un produit. Nous travaillons avec dix régulateurs sur le continent, deux dans chaque pays où nous intervenons et quatre en France avec la Banque de France, le CECEI, la Commission bancaire et l'AMF. Depuis la fusion, la FSA et la Banque d'Angleterre sont également présentes dans notre collège de régulateurs de façon trimestrielle. Nous sommes donc extrêmement suivis, et cela nous paraît tout à fait normal compte tenu de l'activité, des produits traités, et des problématiques. Ces dernières sont en effet tout à fait différentes en fonction de la typologie des produits et des relations en terme d'adossement aux plates-formes de trading, qui peuvent nous aider le cas échéant.

De plus, LCH.Clearnet SA a le statut de banque, ce qui signifie que nous sommes soumis à la directive sur l'adéquation des fonds propres. Nous bénéficions également d'un accès à la monnaie Banque Centrale via Target 2, accès que nous utilisons plus qu'activement. Nous sommes par ailleurs réglementés via un collège de régulateurs, qui est impliqué lorsque nous travaillons sur des produits comme les dérivés de crédit, puisque nous avons des accréditations de reconnaissance à recevoir, de la part notamment des régulateurs américains ou des régulateurs anglais. Nous sommes également soumis à un contrôle permanent de la commission bancaire, et nous sommes, encore à ce jour, audités par la Commission bancaire. Cet audit, qui a commencé au mois de juin l'année dernière, revoit absolument toute la gestion des risques - environ 500 paramètres -, la façon dont nous mesurons au quotidien notre gestion des risques et la manière dont nous travaillons avec d'autres chambres de compensation comme Cassa di Compensazione en États-Unis, sur l'activité de titres de l'État italien. Tout cela est revu et passé au peigne fin, et nous nous soumettons

de bonne grâce à ce fonctionnement ce qui n'est pas forcément le cas de toutes les chambres de compensation en Europe.

Nous avons des critères d'adhésion bien définis, qui ont été revus en concertation avec nos adhérents-compensateurs ou futurs adhérents-compensateurs, comme par exemple sur les dérivés de crédit, où l'adhésion a été soumise à un capital minimum de 3 milliards d'euros du fait d'une volonté fortement prononcée par les adhérents eux-mêmes. Ces critères reflètent des exigences assez importantes. Nous procédons également à une revue de nos membres compensateurs : des équipes spécialisées dans ce type d'activité au sein du département des risques revoient l'activité de nos clients, reçoivent leurs résultats financiers et étudient leur « santé financière ».

Comme je l'ai déjà mentionné, nous possédons des fonds de garantie dédiés, ce qui permet d'éviter un effet de contagion dans le cas de la gestion d'un défaut d'un adhérent-compensateur de la taille de Lehman, qui était membre sur plusieurs marchés, y compris sur les titres d'État français et italien. Nous avons dû faire face, avec nos collègues de Londres, à un cas qui n'était pas un cas d'école, mais un cas réel. Nous avons dû gérer la liquidation d'un certain nombre de produits, de manière différente en fonction de la nature de ces produits. Sur les activités de swap, le portefeuille de Lehman était très important et nous avons fait appel à l'ensemble des membres constituant le groupe SwapClear, qui ont de ce fait participé à la gestion de la liquidation du portefeuille. En effet, pour les portefeuilles en différentes devises, et même si nous suivons la gestion des risques de manière très fine, nous n'avons pas chez nous de personne qui puisse revendiquer le statut de trader spécialisé sur les swaps, par exemple sur le yen. C'est la raison pour laquelle nous avons, déjà à l'époque et de nouveau aujourd'hui, établi un contrat de gestion de défaut d'un membre, dans lequel un certain nombre de participants, à tour de rôle, prennent part à un processus de liquidation, s'il devait avoir lieu, et ont la capacité de liquider un portefeuille dans des délais et avec un niveau de connaissance nécessaires et suffisants. C'est ce qui nous a permis également de solder ce

portefeuille de neuf trillions de dollars dans les meilleures conditions. Je ne m'étendrai pas sur la suite de la gestion des risques, avec les processus d'appels de marges intrajournaliers qui nous ont fortement aidés, notamment, lors de la gestion de la crise Lehman.

Comme je l'indiquais précédemment, LCH.Clearnet SA fait partie du groupe LCH.Clearnet mais n'a pas de liens capitalistiques avec un autre groupe, que cela soit un groupe bancaire ou un groupe de chambres de compensation. Nous fonctionnons avec des règles de gestion de défaut très clairement définies par type de produits, et avec un système de contribution des membres, le cas échéant et si cela s'avère nécessaire, au fonds de garantie. Nous n'avons cependant pas eu recours à ce système de contribution pour la gestion du défaut de Lehman. Sur la partie produits de taux notamment, nous avons dû liquider plusieurs milliards d'euros de titres, de même que pour le portefeuille de dérivés, mais nous n'avons pas eu recours à ce type de mécanisme, ce qui prouve que la gestion des risques, le calibrage des paramètres ainsi que la manière dont les appels de marges ont été gérés à ce moment-là, nous ont permis de gérer cette crise sans avoir recours aux fonds de garantie et sans demander aux autres adhérents compensateurs de contribuer financièrement.

Ce système a été testé et éprouvé depuis, car les régulateurs, mais également notre propre comité d'audit, nous demandent de procéder régulièrement à des tests. Nous avons ainsi affiné considérablement nos procédures et sommes d'autant mieux en mesure de pouvoir affronter le prochain défaut, s'il devait y en avoir un.

Nos réalisations 2009 : en terme de gouvernance, nous avons réorganisé l'actionnariat du groupe LCH.Clearnet. Les bourses traditionnelles ou historiques, comme le London Metal Exchange ou Nyse Euronext-Liffe possèdent une partie du capital, 17 % pour ces deux intervenants. Les utilisateurs et membres compensateurs sont très largement actionnaires du groupe et le conseil va désormais être constitué pratiquement exclusivement d'utilisateurs et de représentants des grands fournisseurs d'opérations tels que le London Stock Exchange, Nyse Euronext-Liffe ou le London Metal Exchange.



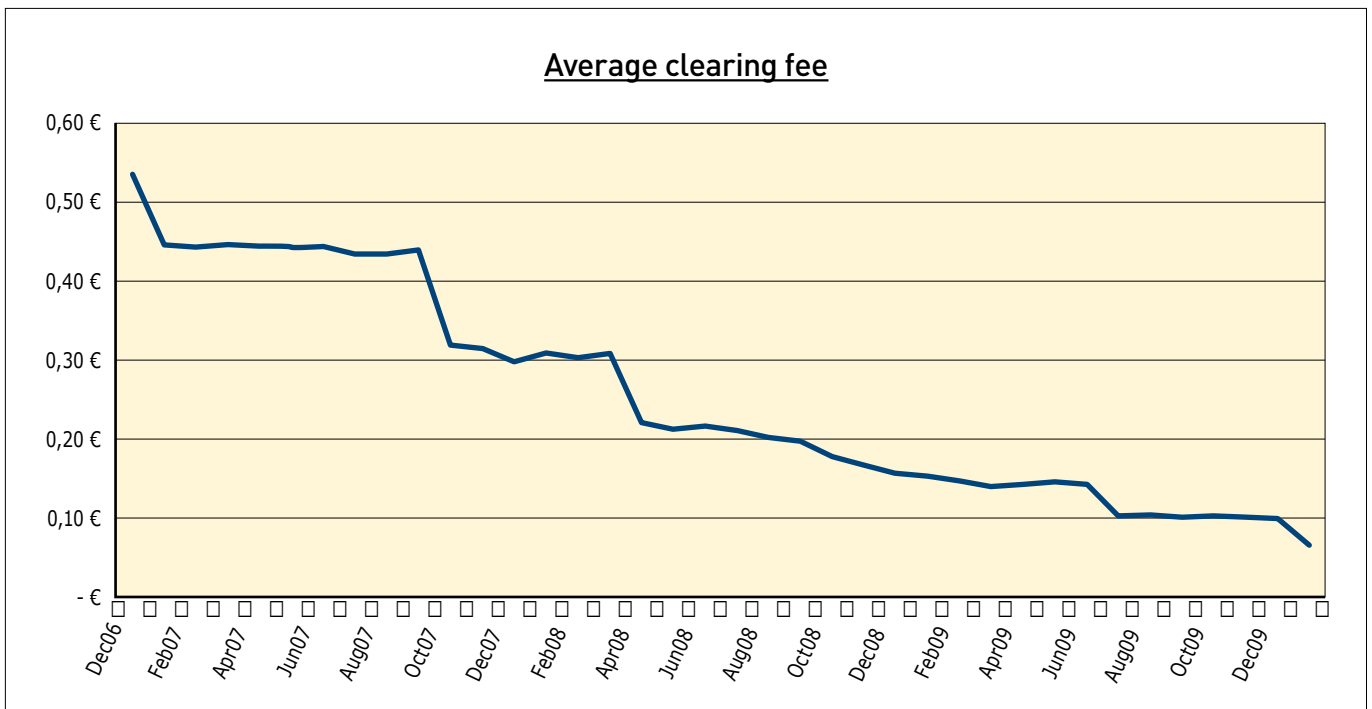
PARTIE II
LCH.Clearnet SA: Perspectives d'évolutions

La réorganisation capitalistique du groupe est cependant achevée à ce jour.

Nous avons également enregistré l'arrivée de deux nouveaux présidents, Hervé Saint-Sauveur pour la SA, et Jacques Aigrain, qui va remplacer Chris Tucker et dont l'objectif est clairement de continuer à mener le chantier d'intégration, à essayer d'étendre encore d'avantage les liens de LCH.Clearnet sur d'autres zones du monde. Nous avons d'ailleurs commencé à développer cet aspect-là, en ouvrant un bureau à New York afin de commercialiser notre offre swap, d'ailleurs avec succès, puisque le bureau qui était modeste au départ commence à s'agrandir.

Nous avons également des contacts en Asie pour ouvrir un bureau et essayer de diffuser ce type de produit. Il est clair que la crise nous a aidés quelque part à vendre l'utilité de la chambre de compensation car les demandes sur ce type de produits, et notamment les produits OTC, est importante. Nous avons de surcroît participé aux projets de place, mis en route certaines nouvelles plates-formes de trading, comme Equiduct ou Smartpool, connecté d'autres courtiers sur la partie produits de taux, lancé les pensions livrées à valeur jour sur le marché italien et l'activité prêt emprunt SecFinex.

D'autres travaux ont eu lieu également, de manière un peu moins visible sans doute, avec le renouvellement de notre connectivité et le changement de notre grille tarifaire. À ce sujet, le prix par opération chez LCH.Clearnet SA a considérablement baissé. Nous considérons aujourd'hui ce prix comme très compétitif, ce qui ne signifie pas que nous ne continuerons pas à baisser nos coûts de compensation. Il nous paraissait cependant nécessaire, pour faire face à la concurrence, que je pourrais qualifier de « sauvage », de répondre de manière assez rapide sur le sujet.



Nos perspectives 2010 : nous travaillons avec vous afin d'améliorer notre offre et nous allons de ce fait lancer très prochainement un questionnaire qui vous donnera l'occasion d'évaluer ce que vous appréciez le plus et le moins chez LCH.Clearnet et qui nous permettra d'avoir une meilleure visibilité des services que nous pouvons offrir. Nous traitons également la demande de la FIA qui nous a demandé de travailler sur un projet intitulé e-Gains que Deutsche Börse et EUREX ont déjà mis en place, que le Liffe, du côté anglais, a mis en place également, et qui consiste à rapporter un certain nombre d'informations sur les transactions des produits dérivés, tels que le courtage, de manière à automatiser un certain nombre de traitements.

Nous avons également un autre projet important en cours, qui est le remplacement de notre plate-forme de compensation. Il nous est apparu important de devenir propriétaire de notre outil, car nous utilisons aujourd'hui une licence clearing 21 dont nous ne sommes pas propriétaire. Nous avons donc pour ambition de devenir propriétaire ou copropriétaire avec Atos de notre nouvelle plate-forme. Cet outil de compensation doit nous permettre à la fois d'accepter plus de volumes, puisque nous pourrions traiter 6 millions de transactions par jour, mais également d'accroître notre capacité à connecter un certain nombre de nouvelles plates-formes de trading ; il est clair que cette nouvelle technologie nous aidera à connecter ou à lister certains produits de manière plus rapide. Cela représente un point important pour nous, non seulement parce que nous allons renouveler l'outil et en obtenir la copropriété, mais également parce que la mise en place de cette nouvelle plate-forme va nous permettre de baisser nos coûts de production. L'objectif du groupe LCH.Clearnet est en effet d'être une « utility » avec une petite marge, puisque lorsque nous évoquons le fait de passer à un système « pure utility », un certain nombre d'administrateurs au conseil nous ont fait remarquer qu'il fallait garder une légère marge de manière à motiver tout le monde et à s'assurer que nous conservions un système ou une organisation qui soit « for little profit ».

Les autres produits qui ont été mis en place ici sont déjà connus. Ce qui est sans doute moins

connu, puisque c'est récent, est l'étude que nous avons lancée avec Euroclear et la Banque de États-Unis pour assurer la compensation de paniers sur des titres « corporate », en utilisant l'outil Autoselect et en passant par la Banque de États-Unis. De même, nous avons décidé de lancer une étude sur la compensation de la dette espagnole suite à la consultation qui a été lancée sur le marché espagnol. Ceci est nouveau puisqu'auparavant le marché espagnol se distinguait quelque peu dans le paysage européen ; cependant, compte tenu des évolutions que va États-Unis cette partie de l'Europe, nous entendons bien y être présents.

Concernant les autres produits, nous allons livrer le 29 mars notre projet sur les dérivés de crédit. Je souhaiterais d'abord rappeler l'histoire de ce projet. En novembre 2008, j'avais été invité aux journées de l'AMF au palais Brongniart, et à la fin d'une discussion qui comprenait à la fois des régulateurs, des acteurs de marché et moi-même en tant que représentant d'une chambre de compensation, le président Prada était venu me solliciter pour s'enquérir du temps nécessaire à la mise en place d'une offre de services sur les dérivés de crédit. Cette première approche s'est suivie, quelque temps après, d'une lettre du Gouverneur de la Banque de États-Unis et du président Prada qui nous demandaient d'étudier la mise en place d'une offre de compensation sur les CDS, ce que nous avons fait. Ce que je voudrais également souligner ici, c'est que nous n'aurions jamais pu livrer ce projet le 29 mars sans l'aide des quatre banques qui nous ont aidés depuis le départ, à savoir Calyon, Société Générale, BNP Paribas et Natixis, puisque les CDS étaient un produit qui nous était inconnu, et sans l'aide des équipes opérationnelles et des représentants du front office de ces banques, nous n'aurions pas pu combler notre retard par rapport à ICE et à EUREX. Nous allons donc lancer, dans une première phase le 29 mars, notre offre de compensation sur les indices européens, et nous travaillons déjà sur une deuxième phase. Les utilisateurs réels ou potentiels d'ICE nous demandent d'essayer de coller au plus près de l'offre d'ICE, qui est en situation de monopole sur le sujet, ce que nous essayons de faire. Nous travaillons donc sur un certain nombre

de sujets, la compensation des single names, la compensation du buy-side, donc de la partie clientèle, pour les inclure dans une deuxième phase. Cette offre de compensation sur les produits OTC ne peut se faire que grâce à la contribution et l'aide des grands acteurs sur ces produits, en particulier lors de la gestion d'un défaut d'un membre : il faut pouvoir, à ce moment-là, comme sur les swaps, avoir recours à ces utilisateurs qui connaissent parfaitement le marché. Ceci justifie la mise en place, pour ces produits, d'un contrat de gestion du défaut, qui intégrera un certain nombre d'acteurs de la place, nous permettant de collaborer avec eux, car même si nous gérons les risques au quotidien, nous n'avons pas un accès au marché ni une connaissance du marché qui soit suffisante pour liquider un portefeuille sur des CDS et encore moins sur les single names, puisque la liquidité étant moindre, cela s'avère plus compliqué.

Nous travaillons donc activement, et encore une fois je remercie les banques qui nous ont aidés à préparer ce projet, qui nous ont challengés et nous espérons pouvoir lancer ce projet le 29 mars avec succès ou, du moins je l'espère, avec plus de succès que nos homologues d'outre-Rhin.

En parallèle nous travaillons aussi sur un certain nombre d'autres sujets, notamment la single plate-forme Euroclear, Target 2 Securities, l'offre CCBM2, le changement de plate-forme informatique du côté Nyse Euronext-Liffe, qui aura quelques impacts pour nous notamment en termes de changement de format de messages, et enfin tout ce qui concerne les « Barrières Giovannini ».

Ces travaux sont pour nous des sujets obligatoires à partir du moment où une chambre de compensation s'inscrit dans un modèle horizontal. Nous ne pouvons pas en ignorer un par rapport à l'autre, car les exigences des acteurs sont différentes et fortes puisque, aujourd'hui, tout le monde est conscient qu'un défaut peut arriver ; il est donc important d'examiner toutes les composantes d'une offre. ■



Questions de la salle

► *Quelle est la part aujourd'hui des CDS qui sont effectivement compensés par ICE, puisque ce sont eux qui ont la part de marché ?*

Christophe Hémon : ICE est en situation de monopole, puisque depuis le démarrage, EUREX a 80 ou 90 millions d'euros d'encours, et le reste des volumes compensés l'est par ICE. On parle je crois de 700 milliards environ, qui représentent, en terme de part de marché, environ un tiers des positions ouvertes. Il y a une demande forte des membres compensateurs et des acteurs du marché qui, en tant que spécialistes de ces produits, sont les plus à même de les soumettre à la compensation. À charge pour nous de vendre le modèle de gestion des risques et la compensation qui convient pour ces produits.

► *Est-ce que les membres des chambres de compensation ne devraient pas être régulés eux aussi ou supervisés par une institution ? Quelle est votre opinion sur le fait que l'on admet aussi des parties aux CCP qui ne sont pas régulés et qui prennent des positions où vous n'en voyez qu'une petite partie ?*

Christophe Hémon : Si on prend la partie actions ou produits dérivés listés, nous avons à peu près une vingtaine d'acteurs qui assurent près de 80 % du marché. Vous pourriez me répondre qu'il reste 20 %. Je serais d'accord avec cette remarque si on parlait de marchés de pures commodities, pour lesquels il existe des membres un peu « exotiques », ou des marchés de l'énergie, ça nous est arrivé pour Powernext notamment, où nous avons certaines difficultés, notamment avec les critères d'admission des membres, car il y avait beaucoup de membres corporate et non pas des banques. Or les banques sont des établissements réglementés, soit dans leur pays d'origine, soit localement, ce qui pour nous est une garantie. Sur des produits comme l'énergie par exemple, il est vrai que ça peut être un problème, problème que nous n'avons plus aujourd'hui, puisque Powernext, dans le cadre de sa fusion avec EEX, n'est plus compensé par nous. Je suis cependant un farouche partisan de la réglementation et de la demande d'un statut bancaire, parce que je pense encore une fois que la supervision ne

peut que nous aider à progresser et à affiner nos outils.

► *Vous dites que les chambres de compensation doivent avoir accès à la liquidité des banques centrales, qu'en est-il de LCH.Clearnet Limited ? Aujourd'hui vous clearez des swaps de taux, de différentes devises, GBP bien sûr, mais aussi de l'euro et du dollar. Vous avez l'accès à la liquidité de la banque centrale anglaise j'imagine pour le GBP, qu'en est-il pour les devises hors GBP ?*

Christophe Hémon : Pour les devises hors GBP, il s'agit d'un accès via des banques commerciales : sur les devises qui sont traitées dans le cadre du portefeuille swap, ce sont des relations banques commerciales. C'est également un sujet qui nous différencie de LCH.Clearnet Limited puisqu'en fait nous avons accès à la monnaie banque centrale via Target 2, mais ça n'est vrai en Angleterre que pour la partie sterling.

► *Existe-t-il un risque finalement que votre branche anglaise se fasse « charger en capital » par rapport aux nouvelles directives ?*

Christophe Hémon : Je ne pense pas car le modèle a été testé à travers la gestion du défaut de Lehman où les besoins en capitaux ont été colossaux pour nos collègues de Londres, qui encore une fois traitent plus souvent des produits OTC ou commodities que ça ne peut être le cas pour nous à Paris, et en fin de compte ils n'ont pas eu de problèmes de liquidités. Le problème de liquidités que nous aurions pu avoir aurait été relatif à notre lien avec la chambre de compensation italienne, où pendant deux jours à peu près, il y a eu une nébuleuse sur la partie règlement/livraison, surtout sur le résultat-dénouement où là nous avons eu des besoins en liquidités importants. Nos collègues de Londres n'ont donc pas eu ce souci à gérer, et d'ailleurs, au moment où nous devons injecter des fonds dans les différents systèmes de règlement livraison, ceux-ci ont voulu nous prêter de l'euro, mais comme nous n'avions pas de



convention de pension entre les deux établissements, cela ne s'est pas fait.

► *Quelles sont les principales évolutions à venir en termes de Cash-Equity ? Quel en est le timing ?*

Christophe Hémon : En termes d'évolutions, c'est pour nous le passage à UCS, qui est notre nouvelle plate-forme de compensation. Nos collègues anglais continuent à opérer la partie du London Stock Exchange sur leur outil, l'objectif pour UCS étant de devenir l'outil groupe. Le timing est à définir en fonction de la mise en place de la plate-forme pour la partie de marché couverte sur Nyse Euronext et une fois que la plate-forme sera mise en place, nous aurons une discussion avec le États-Unis, puisque Xavier Rolet, qui fait partie de notre conseil groupe, a exprimé une stratégie qui est quelquefois assez changeante. Il est clair que la mise en place d'UCS ne pourra se faire sur le marché anglais qu'avec l'accord et la volonté du LSE.

► *Marcel Roncin : Christophe, un dernier mot ?*

Christophe Hémon : Je souhaiterais apporter une précision sur les produits qu'on ne pouvait pas régler ou liquider en cas de défaut. Je tiens à vous rassurer là-dessus nous avons des produits sur les commodities comme l'orge de brasserie ou le lait, dont la compensation est en cours de discussion. Nous n'acceptons ces produits en compensation que quand nous avons les solutions pour assurer la gestion d'un défaut. C'est-à-dire que pour du blé par exemple, aussi curieux que cela puisse vous paraître, nous avons des contrats et des accords pour pouvoir livrer des tonnes de blé, via péniche, à qui voudra en recevoir en cas de défaut. ■



PARTIE III

Régulation des marchés : Où en est-on ? / Régulation des CDS : Pourquoi, comment et quels enjeux ?

par **Jean-François Rigal**,
Directeur Général, Equinox Consulting,
et **Gaspard Bonin**,
Directeur, Equinox Consulting.



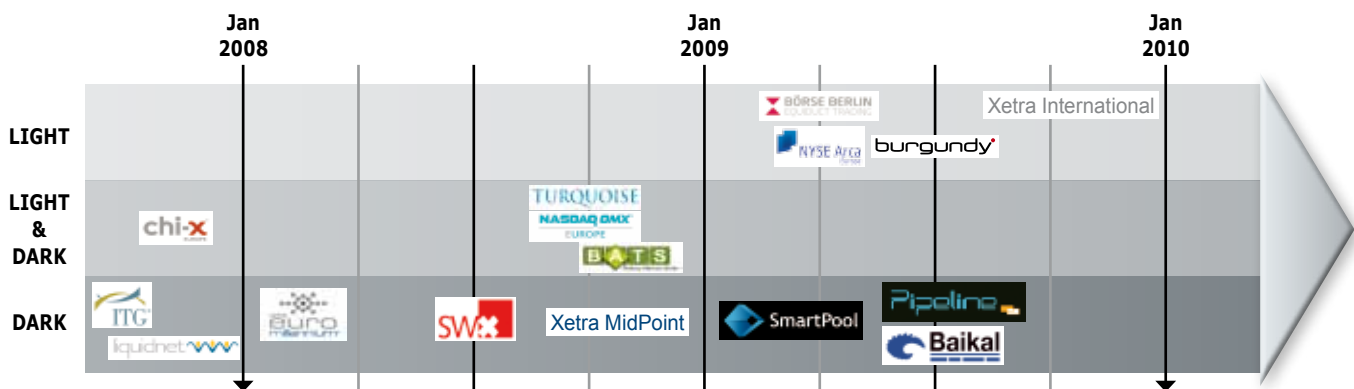
Jean-François Rigal

Bonjour à tous. Je vais essayer de vous présenter de façon synthétique les principales conséquences, telles que nous les comprenons, de la directive MIF sur les marchés et le post-trade, puisque cela fait maintenant presque trois ans que nous y sommes confrontés. Nous étudierons ensuite les questions que soulève la nécessaire régulation des produits OTC en prenant l'exemple des CDS et en revenant notamment sur les sujets de parts de marché, évoqués précédemment.

En premier lieu nous pouvons nous pencher sur la chronologie des lancements des différents MTF. La première phase, d'environ 12 mois, a vu la mise en place de Chi-X, et de nombreuses annonces de projets dont le démarrage a souvent été retardé. Nous sommes entrés par la suite dans une phase assez active de création de MTF entre la fin du deuxième semestre 2008 et toute l'année 2009, et aujourd'hui, nous pouvons dire très clairement que la liquidité des marchés actions est fragmentée puisque 16 MTF et deux chambres de compensation alternatives ont été créés en moins de 3 ans. Nous estimons aujourd'hui qu'à peu près 25 % de la liquidité européenne a été captée par les MTF, ce qui est assez conséquent, surtout dans un contexte de crise, où on aurait pu penser que les acteurs se concentrent davantage sur les marchés réglementés. Un des points les plus importants pour nous est que l'innovation a été au rendez-vous, ce que l'on anticipait fin 2006, début 2007, puisque nous sommes effec-

tivement entrés dans une ère de trading paneuropéen. De nouveaux modèles de pricing ont été développés avec la rémunération d'apport de liquidités. Certains marchés comme Nasdaq Europe ont ouvert la voie avec le routage des ordres entre les marchés. Et puis, nous avons vu de nouveaux marchés se développer, en particulier les DarkPools, les plates-formes de crossing d'ordres, qui ont connu trois phases :

- ▶ Une première étape assez rapide où les acteurs historiques américains se sont installés, et n'ont pas développé d'ailleurs de très importantes parts de marché.
- ▶ Une deuxième étape, où les MTF qui avaient été créés sur la base de carnets d'ordres centralisés, ont développé des fonctionnalités de crossing de blocs.
- ▶ Une troisième étape, dans laquelle nous sommes entrés, où les acteurs historiques développent leurs propres plates-formes de crossing avec SmartPool de Nyse Euronext et Baikal du LSE.





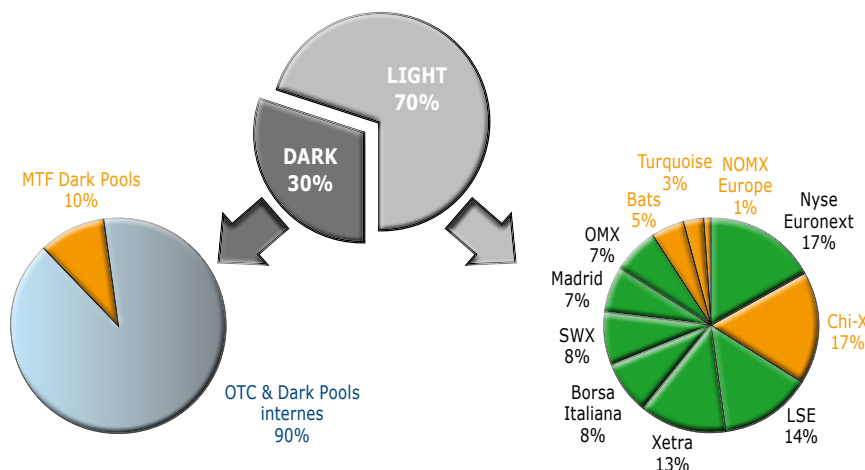
PARTIE III

Régulation des marchés: Où en est-on ?

Régulation des CDS. Pourquoi, comment et quels enjeux ?

On lit aujourd'hui beaucoup de choses sur le phénomène de fragmentation de la liquidité sur les marchés actions; nous avons donc essayé de combiner des sources les plus récentes possibles pour estimer les parts de marché actuelles. Nous pouvons considérer aujourd'hui qu'à peu près 30 % de la liquidité s'est déplacée vers les DarkPools. Les DarkPools internes des banques d'investissement représentent la plus importante partie de cette liquidité, puisqu'on estime que c'est à peu près 27 % de la liquidité globale européenne qui est traitée via ces DarkPools internes ou via des transactions OTC entre banques d'investissement.

La liquidité s'est également déplacée sur le segment des carnets d'ordres centralisés. Le fait le plus marquant est le succès de Chi-X puisque, aujourd'hui, on estime que c'est le deuxième marché paneuropéen derrière NYSE Euronext, les autres MTF étant un peu en deçà des marchés réglementés, voire assez éloignés. Compte tenu du nombre d'acteurs, nous pensons que même si de nouveaux marchés se créent à l'avenir, nous devrions entrer dans une phase de consolidation, peut-être à l'instar de ce qui s'est passé aux États-Unis, avec le rachat de certains MTF par des marchés réglementés.



En ce qui concerne les prix, la compétition qui dure depuis plus de deux ans entre les marchés réglementés et les MTF a amené une baisse des coûts de transaction explicites. Ces baisses représentent des diminutions de tarifs de 35 à 45 %, selon les segments de clients, investisseurs institutionnels ou retail. Les acteurs his-

toriques ont clairement adapté leurs politiques tarifaires, même si elles ont été moins agressives que les MTF. L'aspect le plus notable, du point de vue de l'investisseur final, est que ces baisses tarifaires n'ont pas toujours été répercutées sur les clients finaux, tout simplement parce que les intermédiaires ont utilisé de temps en temps ces économies pour compenser en partie les investissements assez significatifs qu'ils ont dû faire pour s'adapter au nouvel environnement, à savoir l'accès aux données de marché, l'accès aux MTF et les adaptations des processus post-marché.

Un autre élément important réside dans la grande difficulté des acteurs de post-marché à adapter des modèles de gestion de risque à la multiplication des places de négociations. Le principe d'interopérabilité entre les chambres de compensation qui était prôné par le code de bonne conduite n'a pu être mis en place, car trop complexe et sans doute trop coûteux. Sur 80 demandes de liens, seule la liaison LCH. Clearnet et SIX x-clear a été réalisée pour les marchés britannique et suisse. La totalité des dernières tentatives de mise en place de liens ont été bloquées par les autorités de régulation, car les modèles présentés ne proposaient pas suffisamment de garanties de gestion des

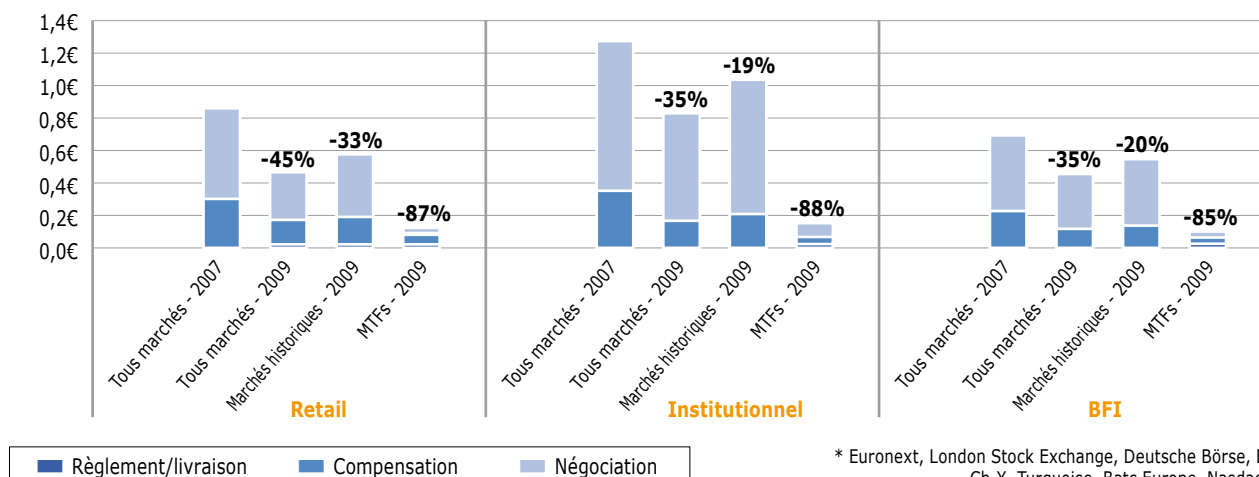
risques du point de vue des régulateurs. Dans les dernières évolutions, nous savons que les principaux acteurs de la compensation n'ont pas réussi à se mettre d'accord, en particulier sur le modèle de gestion des risques inter-CCP; EuroCCP a confirmé qu'il était plutôt pour un renforcement des *default funds* et LCH.

Clearnet/SIX x-clear prône plutôt un échange de marge intra-day, modèle qui a été d'une certaine façon validé par la capacité à gérer la crise Lehman.

En conclusion de cette présentation des principales conséquences de l'application de la Directive MIF, nous pouvons revenir sur les objectifs initiaux recherchés par les régulateurs européens. Le premier, c'était bien entendu l'harmonisation des pratiques des marchés financiers. Le deuxième, la baisse des coûts de fonctionnement des marchés financiers, est en partie atteint puisque nous sommes très clairement entrés dans une phase de diminution de ces coûts de fonctionnement. Pour ce qui est de l'harmonisation des pratiques, nous avons fait un bon premier pas, mais nous constatons aujourd'hui qu'un certain nombre d'adaptations sont nécessaires pour y arriver totalement. Ce n'est guère surprenant car, lorsque l'on se penche sur ce qui s'est passé sur les marchés américains ces 30 dernières années, où des principes équivalents à ceux de la MIF avaient été réglementés, en particulier au milieu des années 70, on s'aperçoit qu'il y a constamment eu des évolutions des textes, des évolutions de la position de la SEC de façon à ce que l'on arrive à des principes plus opérationnels et plus applicables par les entreprises d'investissement locales.

Le premier sujet qui devrait évoluer concerne les applications hétérogènes de certains principes réglementaires. Je pense en particulier à la best execution, dont l'application différente d'un marché à l'autre ou d'une entreprise d'investissement à l'autre entraîne de fait des distorsions de concurrence. Celle-ci conduit sans doute à la nécessité de créer une véritable autorité supranationale qui puisse à la fois porter une capacité de décision et de contraintes vis-à-vis des entreprises d'investissement européennes, mais aussi qui puisse définir des principes, des standards plus opérationnels. Concernant la best execution, par exemple, il est possible que l'on s'oriente davantage vers une comparaison uniquement sur la base du prix, comme c'est le cas aux États-Unis, et que l'on utilise moins les critères, définis dans la Directive, de rapidité et de probabilité d'exécution.

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



* Euronext, London Stock Exchange, Deutsche Börse, Borsa Italiana, Ch-X, Turquoise, Bats Europe, Nasdaq OMX Europe.

Le deuxième point important est l'opacité des marchés, dont on dit beaucoup de choses aujourd'hui dans la presse. Le développement des DarkPools amène des distorsions dans le mécanisme de formation des prix, pour une raison assez simple: les transactions générées sur ces plates-formes de crossing interne ou externe ne sont pas visibles du marché. Il faut donc certainement se diriger vers une évolution du reporting des transactions pour aller vers un reporting consolidé qui intègre toutes les transactions quelles que soient les places de négociations, et se diriger également vers une régulation plus importante des DarkPools, en imposant par exemple une taille minimale d'ordre, puisqu'aujourd'hui nous savons que les DarkPools, qui avaient été créés pour traiter des ordres bloc, traitent en réalité des ordres de toutes tailles. C'est donc un des points qu'il faudrait sans doute mettre en place.

L'impasse sur l'interopérabilité pourrait conduire à une Directive ou à des textes spécifiques concernant les acteurs post-marché, notamment pour harmoniser le statut des CCP, car nous sommes en effet en présence d'acteurs très différents qui ne portent pas les mêmes risques. Enfin, la MIF, bien qu'elle concerne toutes les classes d'actifs, a été principalement mise en place pour les marchés actions; il y a sans doute ici quelques principes opérationnels à mettre en place de façon à ce que les autres classes d'actifs, notamment les classes

d'actifs OTC, soient traitées de la même façon. Pour reprendre l'exemple de la best execution, nous pourrions imaginer par exemple que le régulateur demande de façon précise que, systématiquement lors d'une transaction sur un marché OTC, l'intermédiaire demande trois prix à trois contreparties différentes, de façon à avoir une pratique homogène d'une entreprise d'investissement à une autre.

Je vais laisser maintenant la parole à Gaspard Bonin, qui va vous présenter les enjeux liés à la régulation des CDS, qui est un exemple très intéressant de ce qu'il pourrait advenir des classes d'actifs OTC. ■



Gaspard Bonin

Bonjour. Comme l'expliquait Jean-François, d'importants travaux d'évolution de la régulation sont en cours, sur la partie post-marché en particulier, comme l'harmonisation des statuts des CCP, et sur l'élargissement de leur champ d'application aux produits dérivés OTC. Sur ce

point-là, l'évolution a été anticipée sur le marché des CDS spécifiquement. Ce que je vais essayer de vous présenter, c'est d'abord les raisons pour lesquelles le marché s'est d'abord attaqué aux CDS, et celles qui expliquent que la crise leur a donné beaucoup de visibilité. J'expliquerai ensuite quelles ont été les réactions du marché et des autorités face aux problèmes posés par les CDS au moment de la crise. J'essaierai enfin de faire un état des lieux afin de savoir où nous en sommes aujourd'hui sur le marché des CDS, quelles sont les questions qui se posent et quels sont les progrès en particulier de la compensation centrale.

Il est important tout d'abord de bien définir ce terme de CDS. Le CDS est un produit de marché qui ressemble beaucoup finalement à de l'assurance d'un point de vue traditionnel du terme; celui qui vend un CDS se positionne comme un assureur venant protéger l'acheteur contre un risque, qui est un événement unique, et qui est le fait de ce que l'on appelle le sous-jacent ou l'entité de référence, qui peut être une entreprise ou un pays. En échange de cela, l'acheteur va verser une prime d'assurance au vendeur tout au long de la vie du produit, prime que nous appelons spread ou coupon et qui est calculée pour qu'au moment du deal initial, la valeur du produit soit nulle. Il s'agit là du fonctionnement du produit en lui-même. Il existe cependant des spécificités intéressantes qui expliquent en partie pourquoi les CDS ont pu jouer un rôle prépondérant dans la crise:



PARTIE III

Régulation des marchés: Où en est-on ?

Régulation des CDS. Pourquoi, comment et quels enjeux ?

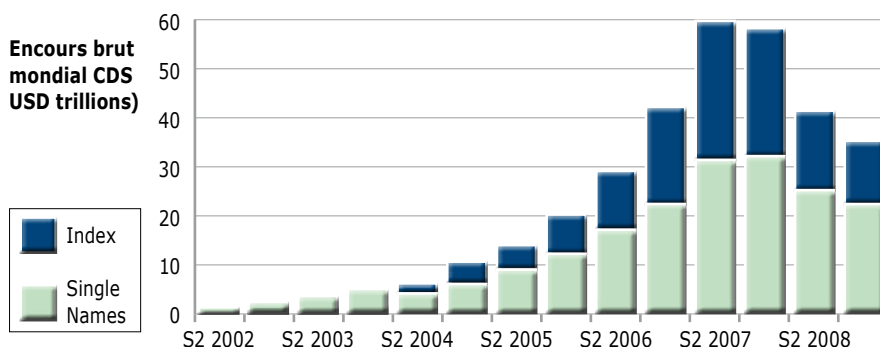
► C'est un produit qui, contrairement à tous les autres produits de marché, n'est pas uniquement lié à l'évolution - à caractère continu - des marchés, mais lié à un risque de crédit, qui est un phénomène par nature discret.

► Le rôle tenu par le marché des CDS aujourd'hui dans l'économie de manière générale, en particulier dans la sphère financière; le marché est devenu tellement liquide que les prix des CDS servent de mesure de référence du risque de crédit, de la solvabilité des entreprises et des États. C'est une mesure qui est utilisée par toutes les banques et qui intervient dans la construction de leurs modèles de risque et de pricing.

Nous sentons bien que le rôle particulier et central que joue le marché des CDS dans la sphère financière peut, en période de stress, avoir des effets de contagion sur les autres parties du marché. Le fait qu'il y ait deux types de CDS est important également: les single names, qui portent sur une entité unique, une entreprise, un pays, et les paniers, qui portent sur un certain nombre d'entreprises, une centaine par exemple, qui couvrent l'acheteur du produit contre le premier défaut du panier.

Après avoir défini le CDS, nous pouvons désormais nous interroger sur son utilité et ses utilisateurs. Historiquement, les CDS servent à protéger contre une exposition à un risque de crédit; ils sont donc utilisés par les banques qui ont une exposition au risque de crédit avec toutes leurs créances inscrites au bilan pour se protéger contre le risque de ces portefeuilles.

Un développement trop rapide pour être maîtrisé



Les banques, à ce titre, sont historiquement plutôt acheteuses de protections, de produits. La deuxième manière dont interviennent les banques, c'est en tant que Market Maker/Dealer, en créant les produits et en assurant la liquidité pour leurs clients; ce sont les intermédiaires par lesquels le marché va passer pour faire des transactions. Deux autres types d'intervenants sont importants également en tant que vendeurs de protections, donc preneurs de risques:

- Les assureurs, car les CDS sont un produit fondamentalement d'assurance, qui interviennent dans le cadre de leur business model traditionnel.
- Les hedge funds, qui sont entrés plus tardivement sur le marché mais qui en représentent une part importante aujourd'hui, et qui interviennent principalement à titre spéculatif en faisant de l'arbitrage entre les CDS et le sous-jacent des CDS qui est la dette des emprunteurs.

À la lumière des intervenants et de leurs motivations,

on aurait déjà pu remarquer que les deux principaux types d'acteurs qui prennent du risque, les hedge funds et les assureurs, sont a priori des entités qui ne sont pas soumises à la régulation bancaire.

Le marché des CDS a crû très rapidement. Il a démarré dans les années 90 et s'est développé considérablement dans les cinq dernières années, notamment du fait de la croissance du marché des crédits structurés, de la titrisation, les CDS servant de « chevilles ouvrières » à ce dernier. En termes de chiffres, nous étions à fin 2007/début 2008 à USD 60 trillions, comparativement au marché de la dette globale, qui était de l'ordre de 80 trillions. Cela voudrait dire qu'à peu près les trois quarts du marché de la dette, à ce moment-là, étaient couverts par des CDS, et bien que cela ne reflète pas forcément la réalité, c'est un élément de comparaison intéressant. Depuis, ce marché a fortement décliné. D'une part parce qu'il ne prenait en compte que les encours bruts, et la crise a fait que les mécanismes de netting de ces encours bruts se sont généralisés, notamment au courant de l'année 2008, d'autre part parce que le gel du marché des structurés de crédit a arrêté une partie de l'activité. Ceci explique qu'aujourd'hui le montant d'encours bruts soit à peu près deux fois moins élevé.

Face à ce rapide développement, nous pouvons penser que le marché n'en est que plus difficilement maîtrisable, d'autant plus qu'il s'agit ici d'un marché purement OTC. Cela signifie principalement deux choses:

- Il n'y a pas de contrepartie centrale, de chambre de compensation, donc les acteurs,

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%	∅

les intervenants du marché, gardent le risque de contrepartie pour eux et doivent s'échanger bilatéralement du collatéral. Ces échanges de collatéraux ne sont pas forcément contrôlés, régulés, et bien calculés; il n'existe pas de processus de défaut clair et sécurisé.

- ▶ Les produits sont hétérogènes, et ne sont pas fongibles. Cela rend leur manipulation difficile, ne serait-ce que le fait de pouvoir avoir une visibilité sur des positions nettes et sur les risques portés par les uns et les autres, même au niveau individuel.

Comme dans tout marché en expansion, des infrastructures se sont développées avant la crise, avant tout pour répondre aux besoins opérationnels des acteurs de marché. Des plates-formes de trading, soit dédiées soit généralistes, se sont ouvertes aux CDS. La Trade Information Warehouse de DTCC, qui ressemble à un dépositaire central dans lequel tous les intervenants sont invités à rentrer leurs contrats, mais qui avant la crise n'était pas obligatoire et pas forcément utilisé de manière très généralisée. Le troisième type d'acteurs qui s'est développé regroupe les plates-formes de netting multilatérales ou de compression sur le marché des dérivés OTC. Ces plates-formes permettent à tous les intervenants d'envoyer leurs portefeuilles et font ressortir des transactions nettes; elles permettent donc à chacun

d'arriver à mieux appréhender ses risques et ses positions réelles. Tous ces outils se sont développés dans les cinq dernières années et ont crû au moment de la crise, mais les acteurs ne s'intéressaient toujours pas concrètement et de manière centrale à la gestion des risques, à la protection des différents intervenants contre le risque de contrepartie, et à la protection du marché, globalement, contre le risque systémique. Toutes ces imperfections qui peuvent paraître évidentes aujourd'hui a posteriori, ont été révélées de manière flagrante par la crise. Je vais essayer de prendre deux exemples.

Au sujet de Lehman, ce qui est intéressant est la participation du marché des CDS dans le stress du marché interbancaire qui a eu lieu après défaut. Au moment du défaut, personne ne savait vraiment qui avait vendu de la protection sur Lehman et pour quel montant. Différents chiffres circulaient, 400 milliards de dollars, 500 milliards de dollars, et personne ne savait réellement à combien cela se chiffrait et surtout qui avait vendu cette protection, et qui était donc susceptible de devoir tout d'un coup déboursier des liquidités importantes. Tout cela a participé au stress du marché, et finalement, nous nous sommes aperçus que l'exposition nette était de l'ordre de 5 milliards, c'est-à-dire peu par rapport à l'ensemble des autres expositions de Lehman en tant que contrepartie de marché. Le premier effet, c'est donc que per-

sonne n'avait de vision claire du marché, ce qui a engendré un stress qui n'était pas nécessairement justifié.

AIG est le deuxième exemple intéressant. Le défaut d'AIG est principalement dû aux positions qu'AIG avait prises en tant que vendeur de protections, en grande partie sur des CDO de subprimes d'ailleurs, qui s'élevaient à 440 milliards de dollars. Par la suite, au moment où les premiers défauts des emprunteurs américains ont commencé à survenir, ces produits ont commencé à perdre de leur valeur dans le bilan d'AIG. D'un autre côté, on a commencé à demander à AIG beaucoup de collatéral, notamment en face de ces produits, et AIG s'est retrouvé « piégé »: cela a entraîné une baisse de sa solvabilité, une baisse de son rating par les agences de notation et donc encore plus de demandes de collatéral jusqu'au moment où AIG n'a plus été en mesure de répondre à ses engagements. Nous voyons bien l'impact que peut avoir le marché des CDS sur le risque de contrepartie, la faillite d'une entreprise et donc le risque systémique puisque si AIG n'avait pas été sauvé par l'État américain, toutes les contreparties de ces 440 milliards de dollars, dont certaines françaises d'ailleurs, se seraient retrouvées sans contrepartie et auraient perdu d'importantes sommes d'argent.

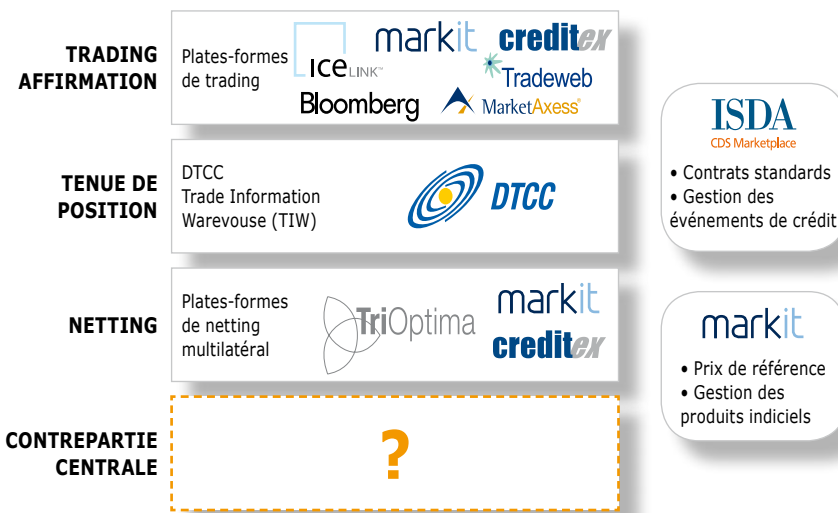
J'aurais pu prendre d'autres exemples plus complexes liés au caractère très liquide du marché des CDS et au rôle qu'il joue sur l'appréciation de la qualité de crédit des sous-jacents. Nous avons pu observer très récemment, notamment avec la Grèce, le rôle, certes contesté, qu'a pu avoir le marché des CDS sur la capacité de financement des États, car nous assistons à un affolement des spreads.

Quelles ont été les réactions des acteurs et des autorités face à cette révélation par la crise des dysfonctionnements du marché des CDS? Elles ont été formulées autour de trois axes:

- ▶ Favoriser la transparence, car nous avons vu avec Lehman le problème de la non-transparence.
- ▶ Maîtriser le risque systémique.
- ▶ Essayer de réduire, de contrôler, les effets néfastes de la spéculation sur ce marché.

Comment s'est orchestrée cette réaction? Cela a commencé par le marché, qui dès 2008 a commencé à utiliser de manière de plus en

Marché des CDS - Situation fin 2008





Spécial Conférence n°36 Les CCP : Quelles stratégies ?

PARTIE III

Régulation des marchés: Où en est-on ?

Régulation des CDS. Pourquoi, comment et quels enjeux ?

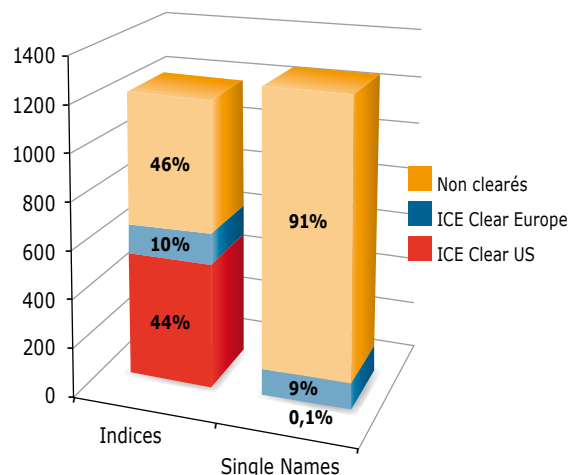
plus généralisée, à la fois la Trade Information Warehouse de DTCC et surtout les plates-formes de netting multilatérales. Ensuite les régulateurs se sont vraiment saisis du sujet, aux alentours de octobre-novembre 2008, au moment du défaut de Lehman justement et des problèmes d'AIG. Ils se sont saisis du sujet en demandant la mise en place d'une chambre de compensation centrale sur les CDS. Cela a été fait à la fois aux États-Unis et en Europe, et, notamment en Europe par la Commission Européenne et par l'État français, la volonté était d'avoir non seulement une chambre de compensation mais une chambre de compensation en zone euro avec un accès à la monnaie Banque Centrale. Le marché a très vite réagi à cette demande et cette pression des régulateurs, puisque via une lettre de l'ISDA à la Commission Européenne en février, les principaux intervenants du marché s'engageaient à utiliser une chambre de compensation dans le courant de l'année 2009. Le processus de standardisation des produits s'est également mis en place, selon l'idée de l'ISDA, cette standardisation des produits étant nécessaire pour les rendre fongibles et donc pour les faire passer dans une chambre de compensation. En parallèle, les chambres de compensation, incitées par les régulateurs et aidées par le marché, ont commencé à construire des offres.

Où en sommes-nous aujourd'hui? En 2010, quatre offres de chambre de compensation vont être en concurrence. Paradoxalement la première offre qui avait été présentée par le Liffe et par LCH Clearnet Limited, a été fermée aux alentours de mi-2009, la principale raison étant que le modèle était trop éloigné du modèle de marché OTC sur lequel fonctionnaient les

intervenants. Les quatre autres offres ont été construites en collaboration avec les intervenants de marché pour essayer de mettre en place quelque chose qui allait empêcher la prolifération des risques, sans pour autant révolutionner le fonctionnement opérationnel du marché. La première offre qui a été lancée est celle de ICE, il y a un an. La deuxième offre, celle d'EUREX, a démarré pendant l'été. Celle du CME à Chicago a été concrétisée, elle, en fin d'année et enfin, l'offre de LCH Clearnet SA va démarrer dans les prochains jours. Ces offres, opérationnellement parlant, s'appuient sur les infrastructures du marché OTC, donc sur la Trade Information Warehouse de DTCC, sur les plates-formes de trading, sur l'ISDA et sur Markit, fournisseur de données quasiment monopolistique sur les CDS liquides.

Pour en venir à la question des parts de marché, sujet délicat puisque la transparence n'est pas encore complète sur le marché, il existe des données aujourd'hui publiées par DTCC de manière hebdomadaire sur les positions nettes et sur les transactions réalisées. Nous avons pu utiliser ces données, et également les données publiées par les chambres elles-mêmes sur les volumes compensés. La conclusion à laquelle nous arrivons est qu'aujourd'hui 30 % globalement des volumes sont traités par ICE, les activités d'EUREX et du CME étant négligeables pour le moment. Sur ces 30 %, la répartition se fait de manière relativement hétérogène. Sur

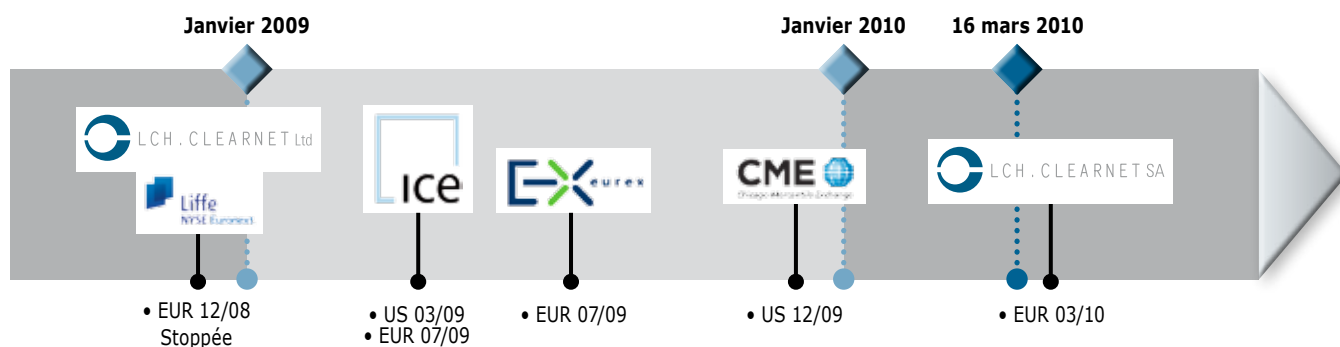
**Notionnel net mondial CDS
13 mars 2010 (milliards \$)**



les indices, la répartition se fait à hauteur de 44 % sur la plate-forme américaine et 10 % sur la plate-forme européenne; cela signifie qu'il y a à peu près 15-20 % des indices européens qui sont traités par ICE. Quant aux *single names*, beaucoup plus compliqués à traiter car beaucoup moins liquides et, en termes de risques, beaucoup plus complexes aussi à gérer, nous sommes autour de 9 %, principalement en Europe.

Un autre point important, en termes de couverture de la compensation sur le marché des CDS: aujourd'hui, il n'y a que les positions inter-dealer qui sont clearées, c'est-à-dire les positions entre banques, entre membres des chambres; les positions buy side, même si ICE a démarré son offre, ne sont pas encore entrées dans le mécanisme.

Chambres de compensation : 4 plates-formes en concurrence en 2010



Quels sont les bénéfices et les questions encore ouvertes? Aujourd'hui, il y a deux principaux bénéfices liés au fait d'entrer dans un mécanisme de compensation centrale. Le bénéfice évident, et pour lequel cela a été construit, c'est la maîtrise des risques, c'est-à-dire une réduction du risque de contrepartie pour les intervenants, une meilleure maîtrise du risque systémique, et enfin une meilleure maîtrise du processus de défaut, et, à ce sujet, sur les CDS en particulier il s'agit d'un travail conjoint entre les chambres et les intervenants de marché qui sauront liquider des positions si positions à liquider il y a.

Ceci n'est pas le seul effet positif des chambres de compensation sur le marché: il y a également des bénéfices pour le marché lui-même. Tout d'abord, lorsque l'on choisit une contrepartie, nous ne sommes plus obligés aujourd'hui de se préoccuper, tout du moins sur les produits clearés, de la manière dont nous allons pouvoir échanger les appels de marge avec lui, ce qui représentait précédemment un critère important. Ensuite, le pricing des produits s'en est trouvé « purifié »; cela signifie qu'auparavant, le risque de contrepartie était en quelque sorte inclus dans le prix des produits CDS au moment où ils s'échangeaient, alors que, maintenant, cette partie-là peut être complètement exclue du pricing des produits, ce qui permet de réduire le spread et permet au marché global de sortir des prix et une vision du risque de crédit plus réalistes et plus fiables.

Il s'agit là des bénéfices immédiats. Certaines interrogations subsistent encore, comme celle relatives aux single names, car nous avons vu que ces types de produits étaient peu clearés aujourd'hui. La raison principale en est que le modèle de risques est compliqué à imaginer. Nous pouvons prendre un exemple très simple pour illustrer la situation: si un clearing member d'une chambre a uniquement une position vendeuse sur un titre single name, par exemple sur le titre General Motors, et si l'on veut vraiment se protéger contre le défaut de ce membre, il va être nécessaire de l'appeler en marge de la totalité de la valeur du produit. Ceci représente, de manière légèrement exagérée, ce concept. Les modèles de risques sur les single names res-

tent donc encore à trouver, car, aujourd'hui, les chambres ne traitent que les single names qui sont inclus dans les composantes des indices, soit un nombre très limité.

L'autre question qui se pose, et c'est sans doute moins une question qu'un enjeu, c'est l'accès à la monnaie banque centrale. Nous savons qu'ICE Clear Europe n'a pas accès à la monnaie banque centrale Euro, et nous pouvons nous demander à ce sujet si cela va permettre à des offres, notamment à celle de LCH Clearnet SA de prendre le leadership sur le marché européen, car ICE a encore laissé beaucoup de place sur le marché européen, et ce peut-être avec l'appui des autorités.

Les deux derniers points concernent davantage les préoccupations des intervenants de marché eux-mêmes. Tout d'abord, quel est le coût additionnel lié au passage des CDS par les chambres de compensation? Il faut en effet payer les CCP car elles offrent un service. Il y a également des coûts d'investissement pour faire évoluer les processus et les systèmes, et enfin le coût du collatéral complémentaire.

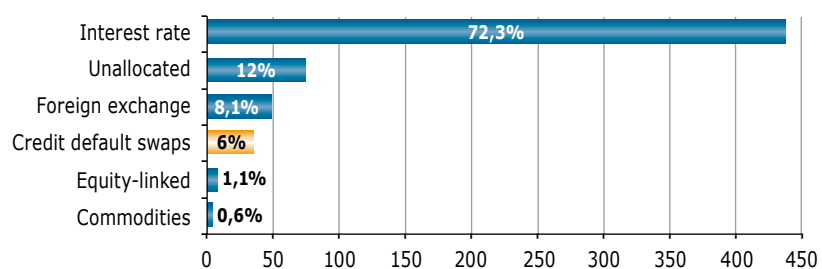
La seconde question que se pose le marché est que, du fait de l'obligation de standardisation de nombreux produits, liée à la logique de clearing, cela peut constituer certains freins à l'innovation et à la flexibilité. Derrière cela se dessine le fait que les produits, de toute façon, ne pourront pas tous entrer dans une logique de compensation centrale.

Pour finir, quelles pourraient être les prochaines étapes? Deux étapes se profilent à court-moyen terme. **La première concerne le buy-side:**

comment faire en sorte que les flux de transactions et positions buy-side puissent entrer dans cette logique de compensation centrale? Cela signifie que les chambres doivent élaborer des offres sur le sujet, ce qui est soit fait soit en cours, et également que les clearing members soient capables de présenter des offres de compensation pour compte de tiers. Enfin, il sera nécessaire de mobiliser les buy-sides afin de les faire entrer dans le processus. **La deuxième étape** est l'aboutissement des travaux réglementaires. Nous nous sommes focalisés ici sur le fait de faire passer le marché dans une forme de compensation. D'autres sujets sont également à étudier, tels que la régulation des plates-formes de trading, la restriction des pratiques spéculatives, modulo son caractère réalisable et ses possibles effets négatifs sur le marché, les exigences en capital, l'évolution de la CRD et enfin l'élargissement à d'autres dérivés OTC. En effet, en ce qui concerne les CDS, cela représente 6 % des encours sur dérivés OTC. Or, sur les taux, il y a déjà un certain volume qui passe dans SwapClear à Londres, mais il reste une large partie du marché à traiter. Cela donne l'impression qu'en démarrant sur les CDS, sujet très visible, nous avons ouvert la boîte de Pandore des sujets à traiter.

En conclusion, les CDS ont été traités d'abord parce qu'ils ont joué un rôle dans la crise et qu'ils ont été très « médiatisés », même si ce rôle était bien réel. Nous avons observé des réactions très rapides du marché et des autorités. Il reste maintenant à terminer le travail sur les CDS: comment l'étendre au reste des dérivés OTC, définir des priorités, et s'accorder pour que tous les intervenants puissent travailler dans le même sens. ■

Dérivés OTC - Notionnel bruts mondiaux - juin 2009 (\$ trillions)



Spécial Conférence n°36

Les CCP : Quelles stratégies ?



TABLE RONDE CCP : l'âge de raison ? Concentration ? Spécialisation ? Diversification ?

Animée par **Alain Pochet**,
Responsable des Opérations Bancaires,
BNP Paribas Securities Services.

Participants :

Bertrand Patillet,
Directeur Général Adjoint,
CA Cheuvreux

Christophe Hémon,
Directeur Général,
LCH.Clearnet SA

Fabien Royon,
Chief Operating Officer,
Société Générale CIB

Peter Bezemer,
Représentant de la Chambre
de Compensation EMCF

Yvon Lucas,
Directeur des Systèmes
de Paiement et des Infrastructures
de Marché de la Banque de France



Alain Pochet

Avant de laisser la parole aux professionnels présents parmi nous, je souhaite attirer votre attention sur les caractères particuliers de la conférence d'aujourd'hui. La discussion s'est en effet articulée pour la première fois autour des CDS et autour de la mise en concurrence de notre chambre de compensation nationale, LCH.Clearnet SA, avec EMCF, qui est la chambre de compensation de Chi-X, représentée par Peter Bezemer. Ce qui est intéressant, c'est que ce sont deux modèles complètement différents, puisque LCH.Clearnet SA dispose d'un statut bancaire, d'une histoire et est une chambre de compensation multi-produits, alors qu'EMCF a vu le jour relativement récemment et gère les equities uniquement.

Nous avons la chance d'avoir des spécialistes dans bon nombre de sujets autour de la table.

Bertrand Patillet, directeur général adjoint de Crédit Agricole Cheuvreux, vous êtes l'un des plus grands acteurs dans le monde des equities en Europe. Pouvez-vous faire un point et nous

donner vos sentiments sur ce qui a été évoqué précédemment ?



Bertrand Patillet

Je vais revenir sur les résultats de la concurrence qui est née de la création de nouvelles CCP, sur les leçons que j'ai retirées de la crise et sur ce qu'il faudrait mettre en place pour améliorer encore la sécurité de nos opérations.

L'ouverture des marchés et l'augmentation de la concurrence sont deux faits corollaires et ils justifient par conséquent l'émergence d'une nouvelle CCP. Nous avons constaté une baisse significative des coûts de clearing. Il est nécessaire de bien comprendre la différence avec les coûts de trading, qui n'ont pas baissé comme l'a affirmé précédemment Equinox. Si les coûts de trading sont bien le rapport entre les euros que nous payons, rapportés aux capitaux que nous exécutons, alors ils ont connu au contraire une montée en flèche au courant de l'année 2008 et 2009. Il peut cependant y avoir

des appréciations différentes. Un market-maker qui a pu bénéficier de tarifs privilégiés de la part des exchanges se félicitera probablement de la baisse des tarifs, mais des purs agency-brokers, qui exécutent des ordres pour le compte de leurs clients, au contraire, ont vu leurs coûts moyens de trading (sur Euronext) multipliés quasiment par trois fin 2008, chiffres qui sont confirmés par Euronext.

En ce qui concerne les chambres de compensation, nous avons en effet constaté une baisse des coûts de clearing mais dans des proportions moindres que celles affichées par Christophe. Compte tenu de la fragmentation des marchés et de la multiplication des CCP, les coûts de clearing ont connu une décroissance inférieure à celle des tarifs affichés. Ceci étant, les coûts de clearing constatés sur les transactions exécutées par les marchés clearés par LCH SA sont à peu près au même niveau que ceux constatés sur les nouvelles CCP. L'évolution est toute autre en ce qui concerne les CCP européennes. EUREX et LCH Ltd ont ainsi su maintenir leurs tarifs puisque leurs coûts de clearing n'ont diminué que de quelques pour cents. La relative stabilité des coûts de clearing de LCH Ltd est toutefois essentiellement due au fait que ces derniers étaient déjà bas et proches de ceux pratiqués par les nouvelles chambres de compensation.

Si les coûts sur les MTF sont si avantageux, comment expliquer alors que nous n'exécutons pas plus sur les MTF? Nous faisons de notre mieux et je crois que nous avons mis beaucoup d'intelligence à cet exercice, mais la liquidité reste prédominante sur les marchés historiques et, aujourd'hui, 73 % de nos ordres sont exécutés sur ces marchés. Par ailleurs, l'augmentation des coûts de trading n'a été que partiellement compensée par la baisse des coûts de clearing. En effet, les coûts de settlement, c'est-à-dire les coûts que nous payons pour que la chambre de compensation livre nos titres auprès de notre dépositaire et qui sont une composante des coûts de clearing, ont connu une augmentation du fait de la fragmentation de la compensation. L'ensemble de ces coûts de compensation représente à peu près 25 % de nos frais de marché. C'est donc à peu près les enjeux que représente le clearing par rapport aux coûts

de compensation. Aujourd'hui, nous sommes revenus à nos coûts de 2007 grâce à nos efforts pour optimiser l'exécution sur les marchés alternatifs. C'est un bel exercice puisqu'entretemps, bien évidemment, nos coûts internes ont été multipliés par la prise en charge de la complexité liée à la fragmentation de la liquidité et à la fragmentation de la compensation. Nous sommes cependant encore très loin du compte en terme de ROI sur les investissements que nous avons dû faire. C'est la raison pour laquelle nos clients ont le sentiment de ne pas avoir bénéficié des effets positifs de la mise en concurrence des marchés et des chambres de compensation que nous leur avons annoncés. Il faut donc se demander si la baisse des coûts n'a pas été obtenue au détriment de la qualité et de la fonction première d'une chambre de compensation, qui est la sécurité de nos opérations.

La première conclusion à tirer de la crise est qu'aucun marché organisé ne devrait exister dès l'instant où nous n'avons pas le choix de la contrepartie avec laquelle nous traitons. À ce titre, il est révélateur que les seules pertes que Cheuvreux ait eues à souffrir soient liées à des opérations sur des marchés où il n'y a pas de chambre de compensation, tels que les marchés nordiques. Rappelons que Cheuvreux est un « pure agency broker », qui n'a pas de positions de compte propre. Par conséquent, les seules pertes sont liées aux risques de contrepartie.

Je pense que les acteurs ont redécouvert grâce à cette crise le risque de contrepartie face à des membres de marché. D'ailleurs, la plupart des instruments cotés sur ces marchés sont depuis clearés sur une chambre de compensation. Nous avons également redécouvert une chose que nous avons totalement oubliée, à savoir le risque de contrepartie sur les chambres de compensation. Au mois d'octobre 2008, nous nous sommes ainsi aperçus qu'une chambre de compensation adossée à un établissement de crédit, propice au défaut selon les rumeurs, ne ségréguait pas ses fonds qui étaient alors utilisés par la banque en difficulté. C'est pourquoi je suis favorable à ce que les chambres de compensation soient des établissements autonomes avec le statut bancaire, à ce qu'elles déposent leurs fonds auprès d'une banque centrale et à ce qu'elles aient accès à la monnaie banque centrale.

Fort de cette crise, je crois que l'interopérabilité va relancer la concurrence auprès des chambres de compensation, puisqu'aujourd'hui cette concurrence n'est pas directe. Nous adhérons à un marché dans lequel nous sommes obligés, finalement, de devenir membres de la chambre de compensation qui a été retenue par ce marché. La grande leçon que je retire de cette crise, c'est qu'il ne faut absolument pas que cette concurrence se fasse au détriment de la sécurité financière. Il faut que les régulateurs prennent leurs responsabilités, si possible au niveau européen, pour éviter des positions biaisées par les intérêts des acteurs locaux. Cette autorité européenne doit prendre en charge la définition des règles du jeu, que ce soit au niveau des appels de marge, de la caution des fonds de garantie, du calcul des risques ou encore des calculs des modalités de rachat, car au quotidien, ce sont des risques opérationnels et pas uniquement systémiques qu'il faut savoir gérer. En cas de défaut de la chambre à livrer, il est important que les modalités de rachat et de pénalité soient alignées.

Alain Pochet

Fabien Royon, chief operating officer chez Société Générale CIB pour la partie fixed income et forex. Pour revenir sur la partie CDS, nous avons vu des chiffres impressionnants d'encours en OTC et le processus de transition entre des produits purement OTC et des produits listés sur des CCP est un peu délicat. Quel est votre avis sur la question?



Fabien Royon

Il n'y avait qu'une seule chambre vraiment active en Europe, EUREX ayant visiblement raté son décollage. Aujourd'hui, nous constatons qu'ICE monopolise un peu moins de 50 % sur



Spécial Conférence n°36 Les CCP : Quelles stratégies ?

TABLE RONDE

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

les indices européens. En tant qu'opérateur de marché, nous souhaitons que la concurrence puisse enfin jouer de façon effective sur une offre de clearing des CDS. Contrairement aux swaps de taux pour lesquels il existe une chambre depuis une dizaine d'années, le clearing sur les CDS est très récent et il est nettement souhaitable qu'il y ait plusieurs offres qui se confrontent, de façon à ce que :

- ▶ En termes de prix, les choses soient plus réalistes et qu'il y ait un minimum de transparence.
- ▶ La gouvernance soit un peu plus partagée.
- ▶ Les systèmes de risques soient améliorés.

La FED considère toujours qu'ICE est aussi risqué qu'une banque. C'est un peu inquiétant pour une chambre de compensation, mais ce n'est pas si négatif qu'il n'y paraît. En effet, les produits étant fongibles, nous allons pouvoir réduire à la fois nos mark-to-markets, c'est-à-dire notre bilan, et réduire les nominaux, c'est-à-dire le hors-bilan. Cette possibilité est d'autant plus intéressante que le futur Bâle 3 devrait imposer des contraintes en termes d'effets de levier.

De façon pragmatique, je ne suis pas certain qu'il y ait de la place pour deux chambres sur la zone Euro mais il y en a pour LCH.Clearnet SA. C'est à elle de savoir s'imposer. En dehors de la zone Euro, nous pouvons imaginer qu'ICE reste tel quel pendant un certain temps.

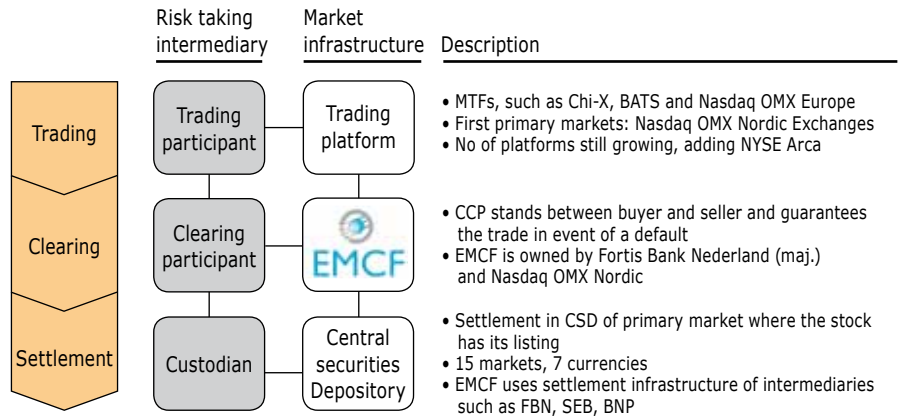
Peter Bezemer, représentant de la chambre de compensation EMCF



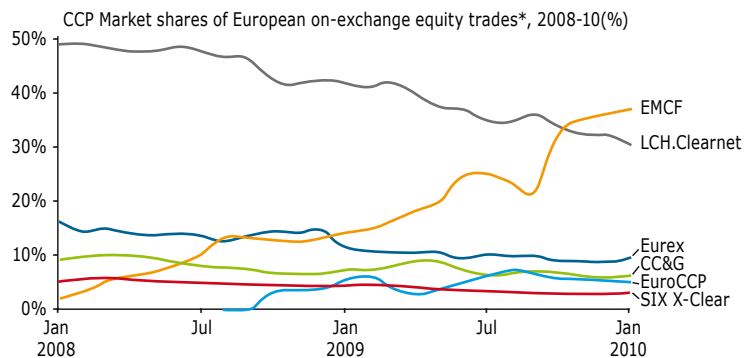
Peter Bezemer

EMCF est une jeune compagnie qui ne compense actuellement que les equities pour des raisons stratégiques. EMCF a joué un rôle important dans la création de CCP dans des marchés réputés difficiles, comme la Suède, le Danemark ou la Finlande. Toutes les banques importantes

EMCF is the first pan-European cash equities clearing house



EMCF has successfully captured a significant market share



*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

sont membres de notre chambre de compensation et j'espère que cela va continuer ainsi. Le site de l'AFTI donne en outre des informations sur les packages, sur les clients et sur la façon dont fonctionne EMCF.

EMCF est aujourd'hui la plus grosse CCP en nombre de trades en Europe. EMCF fait résolument partie du paysage et a donc de fortes responsabilités. C'est la raison pour laquelle elle est étroitement supervisée par la banque centrale hollandaise. Elle respecte les normes CPSS-IOSCO pour être habilitée en tant que CCP. Enfin, EMCF s'est montrée favorable au changement, notamment en ce qui concerne la réduction des coûts de compensation.

Notre vision d'EMCF est celle d'une chambre de compensation européenne ayant accès à 15

marchés et ayant le contrôle de la zone Euro grâce à ses implantations et à sa notoriété dans la zone. EMCF est totalement engagée dans le débat européen sur l'interopérabilité, celle-ci consistant à connecter différents marchés pour une meilleure consolidation en Europe. C'est un point important et nous souhaitons évoluer vers l'harmonisation de la gestion du risque au sein de la zone Euro. Il est impensable qu'une chambre de compensation ait des exigences majeures plus faibles que les autres. EMCF est très prudente et utilise le système de corrélation qui permet une mise à jour des positions toutes les trois minutes. Il est de plus en plus important pour les traders de raisonner en nanosecondes plutôt qu'en heures. Nous surveillons attentivement les marchés et gérons au mieux les risques sous-jacents. Il ne devrait pas y avoir à mon sens

de compétition en Europe sur la façon de gérer les risques ni sur la façon de gérer le collatéral.

À l'avenir, nous devrions nous concentrer davantage sur la gestion des risques, sur la façon de servir les marchés et introduire plus de concurrence sur le marché de la compensation. C'est ce que s'emploie à développer EMCF.

Alain Pochet

Yvon Lucas, directeur des systèmes de paiement et des infrastructures de marché de la Banque de France. Nous avons réussi à mettre en place un système cash unique et sécurisé au cours des sept ou huit dernières années. Nous allons peut-être faire de même pour un système titres d'ici quelques années. En matière de CCP, il y a des progrès, mais il reste un peu de travail à faire, notamment sur le contrôle et sur la régulation. Quel est votre avis sur tout ce que nous venons d'évoquer?



Yvon Lucas

Les conditions de régulation et de surveillance des CCP sont encore assez hétérogènes. C'est un sujet important car si les chambres de compensation exercent un rôle très utile en améliorant la gestion des risques de marché, elles concentrent aussi ces risques. Tout doit être fait par conséquent pour minimiser les risques résiduels supportés par les CCP et leur assurer une surveillance efficace, bien qu'il soit difficile d'imaginer que l'on puisse protéger à 100 % les risques supportés par une chambre de compensation. Comme évoqué précédemment, le principal risque que court une chambre de compensation est le risque de défaut de l'un de ses membres et, en particulier, s'il s'agit d'un membre important. Le groupe de travail qui a préparé les normes CPSS-IOSCO, dont j'ai eu la

chance de faire partie, a dû tenir compte de la grande diversité que l'on peut constater actuellement dans l'organisation des CCP et dans leur régulation. Ainsi, dans certains pays les appels de marge ou les clearing funds sont inconnus. Les critères d'admission des membres sont aussi assez variés. Enfin, le statut d'établissement de crédit pour les CCP est obligatoire dans certains pays, alors qu'il est interdit dans certains autres. Le groupe de travail a donc dû tenir compte de cette diversité, ce qui a abouti à un corps de normes qui apparaît un peu comme le plus petit dénominateur commun entre les différentes juridictions concernées. Ces standards sont, je crois, de bonne qualité mais le niveau des exigences est désormais insuffisant, ce qui explique pourquoi il a été décidé de les revoir. Je suis convaincu que nous allons aboutir à des exigences beaucoup plus harmonisées, plus cohérentes et plus à la hauteur des défis qui sont devant nous dans le domaine de la compensation. Au plan législatif, les travaux sont également largement engagés, en particulier aux États-Unis avec un projet de loi qui est en discussion, et en Europe avec l'engagement par la Commission des travaux sur la directive EMIL. La question du statut des chambres de compensation, établissement de crédit ou statut ad hoc, sera certainement très discutée. La France soutient le statut d'établissement de crédit parce qu'il a fait ses preuves chez nous et que cela présente beaucoup d'avantages, notamment en permettant l'accès à la monnaie centrale et aux services de banque centrale de l'Eurosystème.

On peut s'interroger par ailleurs sur le nombre et les caractéristiques des infrastructures de compensation. Combien faut-il de chambres de compensation, faut-il des infrastructures multi-produits ou des infrastructures spécialisées par grands types de produit? En Europe, la mise en œuvre de la directive MIFID a coïncidé avec une augmentation du nombre d'infrastructures de compensation en particulier pour les actions. Il y a une tendance, au sein des chambres de compensation existantes, à la diversification et à la prise en charge de produits très spécifiques. Dans certains domaines tels que la compensation des produits OTC, la concentration au plan mondial est très forte, ce qui pose des questions.

La compensation apparaît encore un peu comme le chaînon manquant dans la rationalisation et la consolidation en cours du post-marché en Europe. Le travail de rationalisation a été achevé dans le domaine des paiements de montant élevé avec TARGET2. Il est en train de se faire pour les règlements/livraisons de titres avec T2S. Pour la compensation on peut espérer que le marché ira dans le sens d'une plus grande rationalisation, mais il n'est pas à exclure qu'il faille favoriser une telle évolution.

Alain Pochet

EMCF est une CCP très récente, puisqu'elle est née au moment de la MiFID, contrairement à LCH.Clearnet, qui était la première chambre de compensation européenne il y a 20 ans. Finalement, au regard des nouveaux compétiteurs et des nouveaux produits, les vingt ans d'histoire de LCH.Clearnet sont-ils plutôt un avantage ou plutôt un inconvénient par rapport aux nouveaux challenges européens?

Christophe Hémon, directeur général de LCH.Clearnet SA



Christophe Hémon

Je pense que c'est un avantage indéniable. Tout d'abord, lorsque nous devons gérer une crise comme celle que nous avons eue à gérer, il est certain qu'avoir des équipes bien rodées et connaissant bien chaque partie de l'activité est un plus. Je pense également que le fait d'avoir des équipes qui travaillent sur différents produits et qui ont donc des réactions, des compréhensions par rapport à des scénarios différents, est clairement un plus, et cela nous permet de mieux absorber ces chocs-là. Je pense enfin qu'avoir 20 ans d'expérience permet de pouvoir parler à un certain nombre d'interlocuteurs de produits ou d'offres assez variées. Cela signifie



Spécial Conférence n°36 Les CCP : Quelles stratégies ?

TABLE RONDE

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

aussi que nous devons continuer à apprendre, continuer à essayer d'explorer la partie gestion des risques.

La régulation de LCH.Clearnet se fait à travers dix régulateurs en Europe continentale et la réglementation est très présente pour nous. Comme je l'ai dit tout à l'heure, c'est quelque chose qui nous permet de nous améliorer et d'affiner nos processus et nos procédures. Je doute très fortement que le processus soit le même pour tous nos concurrents. D'ailleurs, il y a quelques années, lorsque les banques avaient décortiqué les modèles existants en Europe, le modèle qui avait été indiqué comme étant le modèle préféré était le modèle LCH.Clearnet SA. Sur des points comme la gestion des risques et autres, je crois qu'il y a de vraies différences entre les chambres de compensation. Et pour rebondir sur la question, je pense que ces 20 ans d'apprentissage sur un certain nombre de produits et sur des périodes qui ont été difficiles nous ont permis d'acquérir une connaissance qui ne peut que nous servir pour mieux aborder les nouveaux challenges et les produits qu'il nous est demandé de compenser.

Alain Pochet

Cet historique fait que, finalement, dans les équipes de LCH.Clearnet, il y a des gens qui sont très spécialisés sur des produits connus, comme les equities, les produits taux ou les produits dérivés. Comment vous organisez-vous lorsqu'un nouveau produit comme les CDS arrive et doit être géré par une chambre de compensation, sachant qu'en plus, il n'y a pas tellement de rule books que vous puissiez regarder chez des concurrents, parce que nulle part dans le monde il n'y avait une expertise à ce niveau ? Comment faites-vous pour créer l'expertise nécessaire pour pouvoir rendre le service en quelques mois sur un produit ô combien complexe et ô combien difficile à maîtriser ?

Christophe Hémon

Nous n'avions en effet pas de spécialiste CDS en interne. Nous avons commencé à travailler avec l'aide d'Equinox Consulting sur le sujet, et nous avons essayé d'acquérir un certain nombre d'informations disponibles sur la

Place auprès des contreparties. Nous avons traité un certain nombre d'informations assez rapidement, de manière à essayer d'acquérir des connaissances. Ensuite, comme je le disais tout à l'heure, nous avons énormément travaillé avec les banques françaises qui nous ont aidés à mettre en place ce modèle et à l'affiner, et qui nous ont aidés également sur la plate-forme de test à corriger un certain nombre d'anomalies et à développer d'autres fonctionnalités. Enfin, nous avons travaillé avec les régulateurs pour définir notre modèle de gestion des risques. Sans l'apport de ces différents maillons, il aurait été difficile d'arriver à ce niveau de préparation en quelques mois.

Alain Pochet

Comment pourra-t-on juger de l'efficacité comparative des quelques chambres de compensation qui seront encore actives sur les CDS dans un an ou deux ? À ce jour, note-t-on des différences majeures en matière de gestion des risques et de cycle time entre les trois chambres de compensation existantes sur les CDS, ou est-ce que le modèle est assez cohérent entre ce qui a failli être lancé à Francfort, ce qui existe à Londres et ce qui va bientôt démarrer chez LCH.Clearnet SA ?

Fabien Royon

J'imagine que nous compterons deux chambres de compensation dans deux ans, dont une hors zone Euro. Aux USA, la prestation d'ICE a été relativement pauvre jusqu'à présent. Leur fonctionnement en cycle de clearing hebdomadaire n'a permis qu'une gestion approximative des risques de contrepartie et des risques systémiques. L'offre devrait néanmoins s'enrichir grâce à la concurrence. Il est nécessaire que se mettent en place des standards, reposant sur du clearing en temps réel et sur le plus de sous-jacents possibles. C'est ce qui fera la différence. Actuellement, c'est sur les sous-jacents single names que nous avons le plus de positions et nous attendons énormément des chambres sur ces sous-jacents.

Alain Pochet

EMCF est une CCP mono-produit. Est-ce un avantage en terme de simplicité et de gestion des risques ou bien est-ce un point négatif au regard de la concurrence ?

Peter Bezemer

La tendance européenne est à la ségrégation des classes d'actifs financiers. Le marché des equities est différent de celui des dérivés OTC. Les equities ont, entre autres, un aspect temporel plus réduit et c'est ce autour de quoi s'articule la problématique risque. Le modèle de gestion des risques d'EMCF que j'ai évoqué précédemment est la clé de son succès. Notre système de corrélation est attrayant pour la communauté européenne et attire de plus en plus de plates-formes. MiFID a créé une multitude de plates-formes (MTF). Ces MTF traitent des produits similaires : il est possible aujourd'hui de trader des produits listés français sur quatre ou cinq plates-formes. Il est nécessaire de s'adapter à la MiFID en offrant aux participants une mesure de leur exposition aux risques, en réduisant le coût de trading et en augmentant ainsi la liquidité. Les modèles de trading qui relèvent ces challenges sont appréciés et augmentent leurs parts de marchés.

Les CCP sont la clé pour renforcer la gestion des risques. C'est également l'enjeu de l'interopérabilité. EMCF s'efforce de relever les défis et de présenter à la communauté du trading les moyens pour réduire l'exposition aux risques.

Alain Pochet

Entre un modèle de chambre de compensation mono-produit et un modèle multi-produits, les seules personnes qui doivent pouvoir dire ce qui est le mieux sont les clients, surtout quand c'est un gros client. Bertrand, qu'est ce qui est donc le plus recommandable pour un utilisateur final ?

Bertrand Patillet

Étant donné que la maison que je représente ici ne traite qu'un seul produit et donc n'est cliente que pour un seul produit auprès de la

chambre de compensation, je ne suis peut-être pas le représentant type. Néanmoins il y a de grandes différences comme vous l'avez souligné. Sur le cash il s'agit de compensation de flux, flux qui a une maturité très courte alors que sur la plupart des autres produits, on est plutôt sur du clearing de stocks. Ce qui est important est de bien s'assurer que la maturité en termes de gestion des risques est équivalente sur l'ensemble des produits.

Alain Pochet

L'apparition de modèles de CSD multi-opérables a contribué au lancement d'un projet comme Target 2 Securities qui vise à privilégier la concentration au multi-linking. Est-ce que, finalement, l'interopérabilité n'est pas un aveu d'échec en matière de succès de la concentration? Le fait d'avoir plusieurs chambres de compensation peut effectivement permettre la baisse des tarifs de compensation mais ne vaut-il pas falloir payer pour les adaptations nécessaires à la nouvelle réglementation? Enfin, la différence entre les grands marchés

comme les USA et l'Europe, c'est qu'en Europe il existe encore des nations différentes et des devises différentes de l'Euro. Y a-t-il des pays en Europe où le droit est plus sécurisant pour les intervenants qu'ailleurs?

Yvon Lucas

L'interopérabilité est un concept attrayant au plan politique puisqu'il est supposé introduire la concurrence là où elle est peu présente tout en apportant un remède aux inconvénients résultant du nombre important d'infrastructures. J'ai toujours été assez sceptique sur la possibilité d'avoir un réseau de chambres de compensation interopérables. Depuis plusieurs années, LCH.Clearnet a un lien qui fonctionne bien avec le système italien CCG, mais cela apparaît un peu comme une exception. Il est difficile de mettre en œuvre un lien d'interopérabilité qui soit fiable entre plus de deux chambres de compensation servant un même marché. Je ne suis pas convaincu que l'on puisse avoir, dans de telles circonstances, l'assurance que la gestion des risques correspondants à ce marché est

totallement assurée. Finalement, ce sont plus les difficultés que les CCP et les marchés eux-mêmes ont rencontrées qui ont freiné l'interopérabilité que l'action des régulateurs.

Quant à la question juridique, on doit reconnaître qu'il y a effectivement toujours des différences importantes entre les pays européens. Cependant, des avancées significatives ont été obtenues sur certaines questions, je pense en particulier à la Directive « finalité » qui apporte une très grande sécurité dans le règlement des opérations et a permis de réduire les risques systémiques. En ce qui concerne le droit des titres, il existe des différences importantes entre le droit d'inspiration anglo-saxon et le droit continental. Le droit civil continental est en général considéré comme plus protecteur des intérêts des investisseurs. Il est souhaitable que l'on progresse dans le domaine de l'harmonisation du droit des titres de façon à diminuer les risques propres aux opérations transfrontalières. Mais cette harmonisation ne doit pas se faire au détriment de la protection des investisseurs. ■

Questions de la salle

► Question de Patrick Grenie à Christophe Hémon

Un point relativement important a été soulevé lors de la présentation d'Equinox. Il s'agit de l'identification de deux risques au niveau de la compensation des CDS: un risque de contrepartie et un risque de défaut de l'événement couvert. J'ai par ailleurs le sentiment qu'il y a également une dimension temporelle puisque la notion de risque couvre une période qui peut aller jusqu'à cinq ans. Quelle est l'approche de la CCP par rapport à ces risques ?

Christophe Hémon

Il y a la question de la gestion du défaut qui sera gérée par la chambre de compensation, mais la partie liquidation sera allouée aux utilisateurs, par système de rotation ou autre en fonction de la période considérée. Dans les faits, ce seront les spécialistes sur ces produits-là qui assureront



la liquidation.

Quant à l'aspect temporel, il existe déjà sur d'autres produits, sur des dérivés listés par exemple, puisque ces produits ont des durées de vie différentes. Il nous incombe la responsa-

bilité de calibrer et d'adapter nos paramètres, mais c'est évidemment pris en compte dans la gestion des risques, et j'espère que nous avons rassuré les futurs utilisateurs sur ce point-là. Cela dit, la gestion des risques est fine et difficile, pas



Spécial Conférence n°36 Les CCP : Quelles stratégies ?

TABLE RONDE

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

seulement en fonction de la durée. Prenez des produits de taux par exemple, comme nous l'avons constaté sur la gestion du défaut Lehman, les dates de règlement/livraison sont parfois courtes sur certaines opérations sans pour autant réduire ou neutraliser le risque, bien au contraire.

► Question de Joseph Garix (CSC) à Christophe Hémon

Quelle est votre analyse des propositions de M. Fleuriot, d'une manière générale et plus particulièrement sur les aspects de gouvernance des CCP ?

Christophe Hémon

Nous avons été interviewés et nous avons contribué au rapport, donc ce serait difficile de dire maintenant que nous sommes contre les conclusions du rapport. En terme de gouvernance, il était important d'évoluer vers un modèle dans lequel les utilisateurs sont beaucoup plus aux commandes, participent à la gouvernance et sont présents en grande majorité au conseil. Être localisé dans la zone euro avec un accès monnaie banque centrale et avoir un statut de banque sont des points auxquels nous adhérons pleinement. Nous n'avons pas d'objection, bien au contraire, contre ces recommandations.

► Question de Patrick Grenie à Yvon Lucas

Il y a eu plusieurs références à un régulateur national comme une banque centrale nationale. Étant donné l'activité paneuropéenne que la MiFID et le Financial Action Plan envisagent, ne serait-il pas plus logique d'avoir une supervision européenne plutôt qu'une instance supérieure nationale, chargée d'inventorier et de suivre les risques systémiques ? Cela rendrait possible une intervention au niveau du système européen, en cas de problèmes de liquidités et non un sauvetage des systèmes nationaux, qui ne sont en fait plus nationaux.

Yvon Lucas

Ce que nous avons bâti en Europe, c'est une coordination forte de tous les régulateurs concernés par telle ou telle infrastructure et ce type d'organisation a prouvé son efficacité. Ainsi l'exemple de LCH.Clearnet, qui a déjà été évoqué, avec dix régulateurs pour l'Europe continentale autour d'une coordination assurée par la Banque de France, plus la FSA et la Banque d'Angleterre, prouve que la coordination peut fonctionner efficacement. Il convient néanmoins de souligner le rôle particulier en cas de crise des régulateurs du pays où est installée l'infrastructure. La nécessaire proximité avec ces régulateurs justifie les préoccupations exprimées par les banques centrales en matière de localisation.

► Question de Marie-Laure Mallot (Crédit Agricole CIB) à Fabien Royon

Nous avons parlé des CDS. Si nous nous concentrons sur les swaps de taux, pensez-vous qu'il y ait de la place pour des chambres de compensation dans le monde en dehors de SwapClear ?

Fabien Royon

Nous avons atteint sur ce marché un degré de collaboration satisfaisant. C'est un marché relativement mûr, donc je serais tenté de dire que l'offre actuelle est suffisante. Cependant, s'il y a d'autres prétendants, nous serons pragmatiques voire opportunistes. ■

Mesdames, Messieurs,

Nous avons trouvé la pierre philosophale, l'instrument qui permet de transformer les dangereux marchés OTC en d'harmonieux marchés permettant d'assurer sans crise le financement de nos économies, il s'agit de la compensation par contrepartie centrale. Finies les compensations bilatérales de produits hétérogènes, place aux compensations multilatérales de produits standardisés.

Naturellement un tel instrument, quasi miraculeux, attire l'intérêt légitime de toutes les branches des pouvoirs publics et de l'industrie financière. Rares sont de fait les sujets qui concentrent un tel intérêt réglementaire, on frôle le conflit positif d'attribution entre régulateurs de tous poils :

- Les banques centrales et plus généralement les autorités en charge du risque systémique qui considèrent qu'un recours aux chambres de compensation limite le risque systémique pour peu que ces chambres soient correctement protégées et surveillées.
- Les autorités de marché qui y voient un des maillons essentiels du bon fonctionnement des marchés et de la surveillance qu'elles peuvent effectuer.
- Les autorités bancaires parce que dans certains pays, il faut être établissement de crédit pour exercer cette activité - on a l'habitude de citer le cas français mais je pense qu'il faut garder en tête le fait qu'ICE Trust

Conclusion de la Conférence

par **Robert Ophèle**,
Directeur Général des Opérations,
Banque de France.



comme plusieurs sociétés du groupe DTCC sont membres du Système de Réserve Fédéral US, supervisés par la Fed NY et le NY State Banking Department - et, de manière générale, parce que les banques sont des utilisateurs essentiels des CCP et qu'il convient d'intégrer dans le dispositif de solvabilité une appréciation adéquate du risque qui est pris.

en les regroupant autour des thématiques de localisation et de sécurisation des processus.

Le principe général de notre politique de localisation est bien connu et prolonge en fait la politique retenue pour les systèmes de paiement : les CCP doivent, lorsqu'elles dépassent un certain seuil de criticité, être installées dans la zone monétaire de la devise qu'elles traitent et avoir accès à la monnaie banque centrale concernée ; ces CCP doivent donc être localisées en zone euro lorsqu'elles traitent des instruments financiers en euros.

Cette position suscite plusieurs types de réactions négatives.

Il y a d'abord ceux qui considèrent que cette politique est théoriquement non fondée, contre-productive, voire guidée par des considérations basement protectionnistes. On retrouve, ou on a retrouvé, dans cette catégorie les tenants de CCP uniques, au moins par type de produits, qui permettent des économies d'échelle, notamment au niveau du process industriel ; lorsqu'ils reconnaissent l'intérêt d'un recours à la monnaie centrale, c'est sous une forme très limitée, dans des circonstances exceptionnelles et cela peut être obtenu via des swaps entre les banques centrales concernées, c'est-à-dire indépendamment de la localisation de la chambre dès lors que la supervision de cette dernière répond à un certain nombre de standards.

Et puis il y a les sceptiques, ceux qui demandent à ce que les déterminants de la criticité soient précisés et surtout qui s'interrogent sur les

moyens concrets dont dispose l'Eurosystème pour mettre en œuvre cette politique de localisation ; l'histoire récente montre bien qu'une localisation ne se décrète pas et qu'au-delà des paroles incantatoires il faut des incitations concrètes.

Évoquons d'abord ceux qui sont opposés à notre politique de localisation. Il s'agit assez naturellement des autorités des centres financiers qui ont une vocation mondiale évidente, surtout s'ils ne traitent que de façon marginale leur propre devise. Les grandes banques internationales, dans un souci de simplification de leurs procédures sont souvent sur cette ligne, même si une concurrence entre CCP peut leur être favorable.

On constate actuellement que les idées favorables à une politique active de localisation gagnent du terrain.

D'abord un certain nombre de pays ont repris à leur compte la position de l'Eurosystème. Je pense en particulier au Japon avec la FSA japonaise qui a rendu publiques, le 21 janvier, ses orientations concernant le cadre institutionnel des opérations de marché et, au-delà d'une préconisation générale du recours à une CCP localisée au Japon pour les dérivés OTC négociés par les banques japonaises, indique vouloir la rendre obligatoire pour les CDS sur émetteurs japonais.

Ensuite on observe qu'aux États-Unis, cette politique est très largement une réalité ; les CCP traitant du dollar sont localisées aux États-Unis

L'enjeu est d'autant plus important que derrière les débats d'idées il y a des enjeux industriels importants dans un domaine en plein essor : quels produits doivent faire l'objet d'une compensation par contrepartie centrale, peut-on vraiment avoir plusieurs CCP concurrentes, la localisation de ces CCP est-elle indifférente, quel modèle économique doit être retenu pour assurer la gouvernance d'une CCP, quel surcoût font peser aux opérations les exigences réglementaires ?

Dès lors, le sujet est évoqué dans presque toutes les enceintes internationales ; qu'elles soient principalement techniques, je pense au BCBS, au CESR, au CPSS/IOSCO, aux comités de l'Eurosystème, au Forum des régulateurs de dérivés OTC ; ou plus largement politique, je pense aux débats au Sénat américain ou à ceux qui vont naître lorsque les premiers projets européens de réforme du cadre juridique s'appliquant aux infrastructures de marché, EMIL, seront rendus publics.

La Banque de France et l'Eurosystème ont été moteurs pour alimenter ces débats et je voudrais en conclusion de cette conférence vous rappeler nos principales idées en la matière



CONCLUSION DE LA CONFÉRENCE

et ce qu'exigent les États-Unis c'est que pour autoriser les intermédiaires financiers américains à utiliser des services de compensation en dehors des États-Unis il faut être, même quand on intervient sur une autre devise que le dollar, sous la supervision directe des organismes de contrôle US, SEC, CFTC et Fed, sans d'ailleurs à ce stade la possibilité pour les Européens de pouvoir imposer un dispositif équivalent.

Enfin, on relève que ceux qui critiquent la politique de localisation prônent au même moment une politique visant à transformer en filiales les succursales de banques installées dans leur pays et à promouvoir la responsabilité des superviseurs du pays « host » au détriment de celle du pays « home ».

Très clairement, l'idée selon laquelle il est important pour une chambre de compensation d'utiliser la monnaie centrale pour régler tout ou partie des flux financiers des CCP et de pouvoir avoir recours au financement banque centrale dans des situations où les conditions de marchés rendent difficile la mobilisation des fonds de garantie et ou des collatéraux, cette idée gagne du terrain.

Mais on doit répondre aux sceptiques, ceux qui demandent des précisions.

Quelles sont les CCP concernées? Peut-il y avoir des exceptions? Après tout CLS Bank n'est pas installée en zone euro. Le cas de CLS Bank n'est en aucun cas généralisable, il s'agit d'une institution par nature multidevises mais qui n'a pas vocation à porter des positions en euros puisqu'elle fonctionne sur la base du Payment-versus-Payment (PvP). Dans notre esprit, pour qu'une CCP ne soit pas assujettie à localisation en zone euro, il faudrait qu'on puisse établir qu'elle n'est pas susceptible de déstabiliser les marchés en euros, ce qui peut être le cas selon les produits en fonction de certains seuils d'activité, et dans ces cas lorsque la supervision de la CCP concernée est organisée selon les règles de coopération internationales établies par le CPSS, c'est-à-dire avec la participation de l'Eurosystème.

Que signifie concrètement la localisation? Là encore, il faut être clair, dans notre esprit localisation dans la zone euro signifie une entité juridique indépendante (pas un bureau de représentation) et des moyens opérationnels.

Comment comptez-vous mettre en œuvre cette politique? Les remises à plat des standards et de la réglementation qui sont actuellement en cours fournissent l'opportunité d'une mise en œuvre de cette politique dès cette année en permettant:

- D'établir l'importance de l'accès à la monnaie centrale pour assurer la sécurité d'établissements qui deviennent de plus en plus systémiques; c'est un des enjeux des discussions CPSS/IOSCO actuelles.

- D'en tirer toutes les conséquences lorsque cet accès n'est pas assuré, c'est un des enjeux de Bâle 3: les positions non compensées sur des CCPs ou compensées sur des CCPs qui ne respecteraient pas les standards actualisés CPSS/IOSCO auront une charge en fonds propres renforcée.

- D'inscrire ces principes dans le cadre européen d'EMIL, par exemple en imposant que l'autorité en charge de l'agrément des CCPs le fasse en coopération avec la banque centrale de la zone monétaire concernée.

Cela nous conduira également à rester intransigeants sur les possibilités d'accès à distance à la monnaie centrale en euro et à préparer notre analyse au cas par cas des situations de chaque CCP traitant de l'euro et située en dehors de la zone en complétant les informations dont nous disposons sur leurs activités et leur modèle de gestion des risques.

Une telle politique doit donner à la zone euro la maîtrise des infrastructures essentielles au bon fonctionnement du financement de son économie. C'est une opportunité pour les places financières de la zone et singulièrement pour la Place de Paris qui est particulièrement dynamique dans ce secteur; le démarrage dans les tout prochains jours de la compensation CDS de Clearnet SA en est une manifestation éclatante. Elle ne doit

pas être vue comme un repli sur elle-même, mais comme une incitation pour tous les grands acteurs mondiaux de cette industrie à mobiliser leur expertise et à s'installer dans la zone.

Je vous remercie de votre attention. ■



"Structure" de Charles Sawat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01
Fax : 01 48 00 50 48

Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Ailancy
Crédit photos : Éric Thibaud
Réalisation : Café Noir - LFT

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :
www.afti.asso.fr

ISSN : 1262-2109