

CHAPITRE 11

Les contreparties centrales

Mis à jour le 30 septembre 2020

Les contreparties centrales (*central counterparties* ou CCP), sont devenues une pièce maîtresse du paysage des infrastructures des marchés financiers essentiellement depuis le développement du marché des dérivés d'une part et la crise financière de 2008 d'autre part. Une contrepartie centrale assure un rôle très important en s'interposant entre les contreparties à une transaction.

Au plan conceptuel, la notion de contrepartie centrale doit être bien distinguée de celle de chambre de compensation, dont la fonction essentielle est de calculer un solde net à partir d'un ensemble de transactions unitaires (ou « brutes »). L'existence de ces chambres de compensation, qui à l'origine se limitaient à la compensation des flux de paiements, remonte à plus de deux siècles.

Cependant l'évolution de ces infrastructures fait qu'aujourd'hui, dans le domaine des instruments financiers, la grande majorité des chambres de compensation remplissent également le rôle de contrepartie centrale et vice-versa. Ce qui a donc amené l'usage courant à utiliser indifféremment l'un ou l'autre terme pour désigner une infrastructure qui offre les deux services. Dans le présent chapitre, on désignera sous le terme de « CCP ¹ » une chambre de compensation qui assure la fonction de contrepartie centrale.

Les CCP jouent un rôle très spécifique dans la chaîne de traitement des titres et autres instruments financiers (y compris les produits dérivés) : elles se substituent au vendeur et à l'acheteur et se trouvent ainsi contrepartie vis-à-vis de chacun d'eux. Elles sont de ce fait au cœur du système de traitement des transactions sur les instruments financiers. Durant la crise financière de 2008, les CCP ont fait preuve d'une forte résilience et ont efficacement mis en œuvre leurs mécanismes de gestion des défauts, empêchant ainsi la contagion à l'ensemble des acteurs financiers.

Le rôle accru qui a été confié aux CCP par les régulateurs depuis cette crise, tout particulièrement s'agissant des produits dérivés,

s'est accompagné d'exigences de transparence et de la mise en place d'un cadre international de gestion de leurs risques encore plus rigoureux, qui a été transposé au niveau de l'Union européenne (UE) dans le règlement UE n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits de gré à gré, les contreparties centrales, et les référentiels centraux ², dit « EMIR » (*European Market Infrastructure Regulation*).

Le cadre normatif et réglementaire des CCP est lui-même encore en cours d'évolution. EMIR a ainsi été révisé en deux volets en 2019, l'un relatif aux exigences applicables aux CCP (volet EMIR « REFIT »), l'autre relatif à l'architecture de supervision des CCP de l'UE et de pays tiers (volet « EMIR2 »), complété par la rédaction de textes dits de niveau 2 ³ publiés en septembre 2020. Par ailleurs, le règlement européen à venir sur le rétablissement et la résolution ⁴ des CCP ⁵, dont l'objectif est de s'assurer de la continuité des services critiques des CCP après épuisement des ressources préfinancées, a fait l'objet d'un accord politique entre les co-législateurs européens en juillet 2020, et devrait être publié au Journal officiel de l'UE d'ici fin 2020.

1. L'histoire de la compensation

À titre liminaire, il convient de bien distinguer la compensation des ordres de paiement de la compensation des instruments financiers et des produits dérivés. La compensation des ordres de paiement est traitée dans le détail dans les chapitres du présent ouvrage dédiés aux systèmes de paiement ⁶. Elle consiste en un *netting* des flux (et représente donc la compensation *stricto sensu* telle que définie ci-dessus), alors que la « compensation » des instruments financiers (telle que définie aussi ci-dessus) comprend également l'interposition d'une contrepartie centrale, qui devient la contrepartie pour toutes les transactions enregistrées dans ses livres : la contrepartie centrale se substitue à chaque acheteur vis-à-vis du vendeur et se substitue à chaque vendeur vis-à-vis de l'acheteur.

1 Comme pour les « CSD » (cf. chapitre 12), l'acronyme anglais CCP est devenu le terme couramment utilisé par les professionnels, même dans la langue française.

2 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/version anglaise>. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR> (traduction française).

3 Règlements délégués de la Commission, pris sur avis technique de l'ESMA tel que prévu par la réglementation EMIR (celle-ci est dite « de niveau 1 » car émanant directement du législateur européen).

4 La résolution intervient lorsque l'infrastructure est défaillante ou proche de la défaillance et est alors gérée par une autorité de résolution aux pouvoirs étendus pour mobiliser des ressources financières et restructurer ladite infrastructure.

5 En anglais « *CCP recovery and resolution* »

6 Cf. chapitres 6 et 10.

L'histoire de la compensation est ainsi marquée par deux étapes : tout d'abord est apparue la compensation, dans sa forme la plus simple, qui s'est ensuite accompagnée du mécanisme d'interposition de la contrepartie centrale.

1.1. À l'origine : une simple fonction de compensation des flux

La compensation des créances bancaires gérée par un organisme central apparaît en 1587, à Venise, avec la première banque publique vénitienne, Il Banco della Piazza di Rialto, remplacée au XVII^e siècle par Il Banco del Giro, véritable établissement de compensation.

Cette pratique s'étend progressivement en Angleterre et en Écosse ; Londres devient très tôt le principal centre européen de compensation des paiements nationaux. En 1773, une chambre de compensation s'ouvre à Londres, à laquelle adhèrent 31 banques, sur les 36 que compte alors la City. Auparavant, en Écosse, sept banques écossaises s'étaient concertées pour former, à Édimbourg, une chambre chargée de compenser leurs créances et leurs dettes réciproques (calcul de soldes nets ou « *netting* » de manière quotidienne).

Dès 1826, les banques du Nord de l'Angleterre se réunissent toutes les semaines pour échanger entre elles des créances à vue afin de régler leurs soldes nets auprès de la Banque d'Angleterre.

La création aux États-Unis d'une chambre de compensation compensant des contrats, mais sans interposition, n'a lieu qu'en 1883, par le *Chicago Board of Trade* (CBOT), dont l'objectif est alors la diminution des coûts de transaction liés aux instruments financiers ; la chambre de compensation procède à des appels de marges et à un règlement des contrats compensés. Le CBOT joue un rôle prépondérant dans la gestion du risque de défaut, mais la chambre de compensation ne s'interpose pas entre les parties à la transaction.

1.2. Aujourd'hui : la compensation des flux et l'interposition de la chambre de compensation

Le dispositif d'interposition de la chambre de compensation, en tant que contrepartie centrale, est né avec le développement des marchés des produits dérivés. Selon Moser ⁷, les systèmes complets et achevés comprenant la compensation des flux et l'interposition de la chambre de compensation sur les marchés dérivés de gré à gré sont nés en Europe au XIX^e siècle. Ce fut le cas de la France avec la Caisse de liquidation, et de l'Allemagne avec la *Liquidationkasse*.

La Caisse de liquidation en France s'interposait dès la conclusion d'une transaction entre l'acheteur et le vendeur d'un contrat à terme sur le sucre, en substituant au premier contrat deux nouveaux contrats (avec chacune des contreparties à la transaction). Les deux contreparties à la transaction n'avaient alors plus aucune relation directe entre elles, mais avec la Caisse de liquidation.

Ces systèmes de contrepartie centrale sont reproduits aux États-Unis dès 1891. En 1924, le *Board of Trade Clearing Corporation* conserve en garantie l'intégralité des titres de ses membres, alors responsables les uns envers les autres, mettant en lumière la notion de mutualisation des risques. Il garantit les contrats et impose des règles en matière de liquidité, de capital et d'activité desdits membres.

1.3. La mise en œuvre de l'obligation de compensation des instruments dérivés et les incitations à la compensation centralisée

Aujourd'hui, les contreparties centrales compensent toutes sortes de transactions financières (cf. chapitre 5) : des transactions sur actions au comptant, sur titres de dette, des opérations de pension livrée (*repos*), des opérations de change au comptant et des transactions sur produits dérivés (*swaps*, options, dérivés sur matières premières, etc). Cependant, l'obligation

⁷ Moser J. T. : « *Origins of the Modern Exchange Clearing House : A history of early Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges* », Research department, Federal Reserve Bank of Chicago, avril 1994.

de compensation par une contrepartie centrale se concentre, dans la plupart des juridictions, sur les produits dérivés.

L'obligation de compensation est en effet née des enseignements tirés de la crise financière de 2008 (en particulier, la faillite de la banque américaine Lehman Brothers) qui a mis en lumière l'absence de transparence et de réglementation des marchés d'instruments financiers dérivés de gré à gré.

En réponse à la crise financière, le G20 a adopté lors de son sommet de Pittsburgh en septembre 2009, une feuille de route (« *roadmap* ») dans laquelle figure notamment l'engagement de soumettre à la compensation centralisée, jugée plus sûre que la compensation bilatérale entre les participants, les instruments financiers dérivés standardisés⁸. En réponse à cet engagement, la plupart des juridictions ont mis en œuvre une obligation réglementaire de compensation de produits dérivés, pour autant qu'ils soient suffisamment standardisés et liquides.

Le *Progress Report* du Conseil de stabilité financière – CSF (*Financial Stability Board*, FSB), actualisé en octobre 2019⁹, indique ainsi que sur les 24 juridictions que compte le Conseil, 18 d'entre elles ont mis en œuvre une obligation de compensation.

Dans l'UE, l'article 4 d'EMIR introduit, pour certaines catégories de dérivés de gré à gré (*over-the-counter* ou OTC), une obligation de compensation *via* des contreparties centrales qui ont été autorisées à compenser ces catégories de dérivés OTC.

Le règlement délégué d'EMIR du 6 août 2015¹⁰ couvre l'obligation de compensation des dérivés de taux d'intérêt (*Interest Rate Swaps*, IRS). L'obligation s'applique aux *swaps* de taux standardisés présentant des volumes et une liquidité élevés et une bonne information sur la formation des prix. Il s'agit de *swaps* de taux simples (fixe contre variable), de *basis swaps*, de *forward rate agreements* (FRA)

et d'*overnight index swaps* (OIS), libellés dans les quatre devises les plus couramment compensées (USD, EUR, GBP, JPY). Le règlement délégué du 10 juin 2016¹¹ y ajoute les *swaps* de taux d'intérêt de taux fixe contre taux variable et les *Forward Rate Agreements* libellés en NOK, PLN et SEK.

Les contrats soumis à l'obligation de compensation ont pour caractéristiques communes :

- i) d'être monodevises ;
- ii) de n'inclure aucune clause d'optionnalité ;
- iii) de porter sur un notionnel constant ou variable (prévisible), mais pas conditionnel (imprévisible).

Aux États-Unis, le *Dodd-Frank Act* (DFA), promulgué en juillet 2010, a introduit une obligation de compensation pour tous les instruments définis comme étant des *swaps* ou des « *security-based swaps* » au titre des règles publiées par la CFTC¹² et par la SEC¹³. L'ensemble des règles d'application du DFA s'agissant de la compensation ont été publiées et sont en vigueur. Elles s'appliquent aux chambres de compensation étrangères enregistrées auprès de ces deux entités (condition pour pouvoir servir des clients américains). À ce titre, la CFTC¹⁴ a engagé en 2019 un projet de réforme de statut de *derivatives clearing organization* dans le cadre plus global de son projet KISS (*Keep It Simple, Stupid*). Selon les données de la Banque des règlements internationaux, au 31 décembre 2018, 76 % (en volume) des *swaps* de taux d'intérêt monodevises conclus en bilatéral faisaient l'objet d'une compensation centralisée ; la proportion était de 54 % pour les dérivés de crédit négociés de gré à gré.

Cette obligation de compensation prévue par EMIR porte également sur les dérivés de crédit (*credit default swaps* ou CDS). À cet égard, plusieurs types de contrats sur indices sont soumis à l'obligation de compensation au titre des règles de la CFTC, depuis leur entrée en vigueur en février 2013. Dans l'UE, le règlement délégué du 1^{er} mars 2016¹⁵ couvre l'obligation de compensation pour les dérivés

8 « *Improving over-the-counter derivatives markets : All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest* ».

9 <http://www.fsb.org/wp-content>

10 *Commission Delegated Regulation (EU) 2015/2205*.

11 *Commission Delegated Regulation (EU) 2016/1178*.

12 *Commodities and Futures Trading Commission*.

13 *Securities and Exchange Commission*.

14 Référence : 12^e *Progress Report* du Conseil de stabilité financière.

15 *Commission Delegated Regulation (EU) 2016/592*.

de crédit. Les instruments concernés sont certains indices de CDS européens ¹⁶.

Depuis l'entrée en vigueur du règlement 2019/834 du 20 mai 2019 amendant EMIR (dit « EMIR Refit »), l'obligation de compensation a été quelque peu allégée. En effet, une contrepartie financière n'est désormais soumise à l'obligation de compensation que si les positions sur les dérivés OTC excèdent, au niveau du groupe auquel elle appartient, l'un des seuils suivants : 1 milliard d'euros pour les dérivés de crédit ou sur actions et 3 milliards d'euros pour les autres catégories (change, taux et matières premières). En outre, des contreparties peuvent compenser auprès d'une CCP des instruments dérivés qui ne font pas l'objet d'une obligation réglementaire de compensation centralisée.

Les régulateurs ont été très attentifs à créer les bonnes incitations afin d'encourager la compensation centralisée des instruments financiers dérivés, conformément aux engagements du G20, pour rendre plus transparents les marchés financiers, et aussi pour sécuriser les transactions conclues et compensées de manière bilatérale (c'est-à-dire sans avoir recours à une CCP). À cette fin, le Comité de Bâle et l'OICV (IOSCO) ont publié en septembre 2013 des normes pour les échanges de marges sur les transactions bilatérales et qui ne font pas l'objet d'une compensation centralisée. Ces normes ont été révisées en 2015 puis en juillet 2019 ¹⁷. Dans l'UE, les normes techniques correspondantes sont entrées en vigueur à compter de janvier 2017 pour les marges initiales, et de mars 2017 pour les marges de variation. En fonction de la nature des contreparties et de la taille des encours, le calendrier de mise en place de cette obligation est échelonné.

1.4. L'opportunité de la mise en place d'une CCP

Dans le contexte du développement des marchés de dérivés, en particulier s'agissant des dérivés de gré à gré, et au-delà des instruments qui font l'objet d'une obligation de compensation, la question de l'opportunité

de la mise en place d'une CCP est devenue particulièrement prégnante.

Les *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMI, cf. chapitre 18) préconisent d'évaluer l'opportunité de mettre en place une CCP. Compte tenu notamment de ses coûts de mise en œuvre, l'instauration d'une CCP n'est en effet pas une solution optimale sur tous les marchés : la mise en place d'un cadre de gestion des risques solide, dont une CCP doit impérativement disposer, nécessite en général un investissement initial et des dépenses courantes non négligeables.

L'annexe C des PFMI contient un certain nombre de recommandations dont une (recommandation n° 4) consacrée aux contreparties centrales ¹⁸ selon laquelle chaque marché devrait évaluer les avantages et les coûts d'une CCP. Cet arbitrage devra dépendre de facteurs tels que le volume et la valeur des transactions, la configuration des opérations entre contreparties et les coûts d'opportunité associés à la liquidité des règlements. Un nombre croissant de marchés sont ainsi arrivés à la conclusion que les avantages d'une CCP l'emportent sur les coûts. En outre, dans certains cas, créer une CCP peut permettre d'attirer des investisseurs internationaux qui seraient réticents à être contrepartie d'acteurs locaux peu connus.

2. Rôle et caractéristiques des contreparties centrales

Le traitement des opérations par une CCP comprend, en général, la réception et l'enregistrement des opérations individuelles en provenance du système de négociation ou d'une plateforme d'appariement, le calcul des positions nettes des participants vis-à-vis de la CCP, la gestion des dispositifs de maîtrise des risques et, enfin, le transfert des instructions vers le système de règlement-livraison, lorsque les instruments financiers sont livrables. Dans le cadre de produits dérivés, le règlement-livraison des instruments n'a pas lieu, seul le collatéral sous forme de titres ou d'espèces est échangé entre les contreparties à la transaction et la CCP.

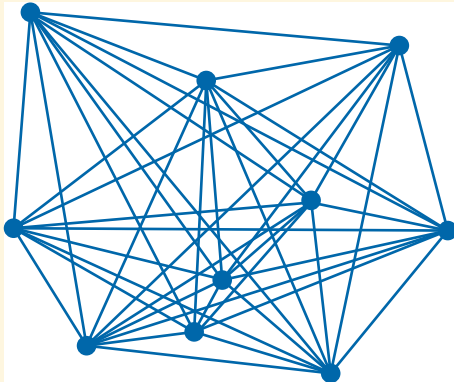
16 iTraxx Europe Main 5Y et iTraxx Europe Crossover 5Y.

17 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD635.pdf>

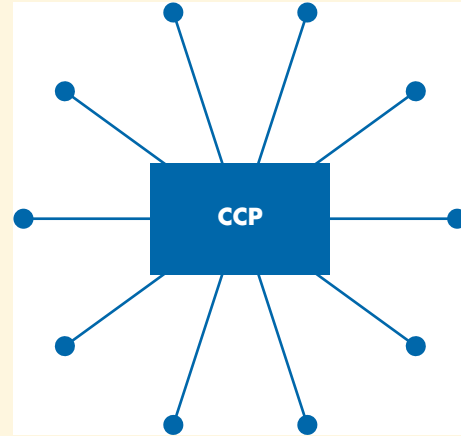
18 Recommandation elle-même reprise des « *Recommendations for Central Counterparties* » publiées en novembre 2004 par le CPSS (aujourd'hui CPMI) et IOSCO (voir chapitre 18, section 1.1.3).

Transactions compensées vs transactions non compensées

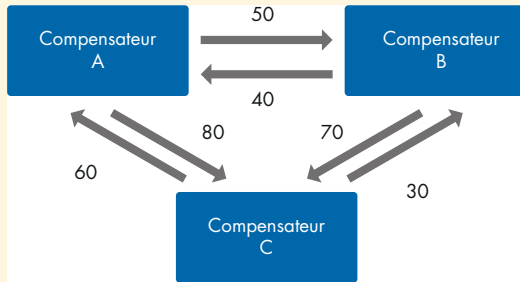
Transactions non compensées



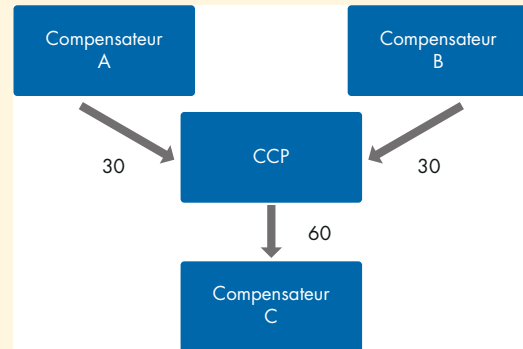
Transactions compensées



Situation pré-compensation



Situation post-compensation



Une CCP joue un rôle fondamental en ce qu'elle constitue un mécanisme de gestion des risques et qu'elle permet une réduction des besoins de liquidité pour les participants (également appelés membres compensateurs) et, par effet de ricochet, pour les marchés financiers dans leur ensemble.

La CCP dispose de procédures de gestion des défauts d'un membre compensateur et d'un mécanisme d'allocation des pertes en cas de défaut, comprenant des ressources financières préfinancées dédiées. Ces dernières sont présentées de manière détaillée plus loin dans ce chapitre.

La CCP calcule donc une position nette par participant, en compensant l'ensemble de ses opérations (pour un type de sous-jacent donné), toutes contreparties confondues : elle a ainsi pour effet premier de réduire les besoins de liquidités au titre du collatéral déposé comme garantie financière (titres et espèces) grâce à ce mécanisme de compensation ou *netting*.

Les schémas ci-dessus illustrent le mécanisme de réduction des flux de paiement et de livraison d'actifs (titres financiers, matières premières ou marchandises selon les segments de marché compensés par la contrepartie centrale).

2.1. L'interposition de la contrepartie centrale : les mécanismes juridiques de la novation et de l'*open offer*

Les mécanismes décrits ci-après s'appliquent aussi bien aux instruments financiers classiques (titres, opérations de prêt-emprunt, etc.) qu'aux produits dérivés (*swaps* de taux, de change, dérivés actions, dérivés sur matières premières, etc.).

Comme mentionné dans l'introduction à ce chapitre, on parle de « compensation par contrepartie centrale (CCP) », lorsque la chambre de compensation, outre sa fonction technique de calcul des soldes nets des membres participants, se substitue juridiquement au vendeur et à l'acheteur initiaux et garantit la bonne fin des transactions. On dit alors que la contrepartie centrale devient l'acheteur de chaque vendeur et le vendeur de chaque acheteur. Cette substitution a pour objectif d'éviter que le défaut d'un membre n'affecte directement les clients du membre défaillant et les autres membres. La contrepartie centrale continue d'assurer les obligations (de paiement, de livraison, etc.) du défaillant vis-à-vis de ses autres membres. Certaines contreparties centrales peuvent ne pas remplir la fonction technique de calcul des soldes nets : dans ce cas elles garantissent simplement la bonne fin des opérations et gèrent les dispositifs de maîtrise des risques associés.

L'interposition de la CCP joue un rôle fondamental à la fois pour les participants de marché, et pour la stabilité financière d'ensemble. S'agissant des participants de marché, i) la CCP simplifie la gestion de leurs risques en devenant la seule et unique contrepartie aux transactions financières, en lieu et place de multiples contreparties ; et ii) elle réduit le risque opérationnel. La CCP doit donc répondre à des exigences de sécurité très strictes (collatéralisation de toutes les opérations, appels de marges, ressources préfinancées et calibrées, procédures de gestion des défauts, politique d'investissement très encadrée, etc.), et faire l'objet d'une

surveillance par les autorités compétentes. Ce dispositif rigoureux permet de conférer une grande robustesse aux CCP. Le rôle des CCP, qui, en centralisant les opérations, permettent d'avoir une vision claire des positions des contreparties aux transactions, est enfin crucial du point de vue de la stabilité financière, parce qu'elles sont conçues et outillées pour gérer les événements de marché extrêmes mais plausibles, notamment la défaillance d'un membre compensateur. Des mécanismes de « coupe-circuit » (cf. infra) permettent d'éviter la contagion aux autres participants de marché.

L'interposition de la CCP peut se fonder sur différents mécanismes juridiques, principalement la novation, prédominante en particulier en France (LCH SA) et au Royaume-Uni, et « l'*open offer* » (« offre ouverte ») utilisée par exemple aux Pays-Bas (Ice Clear Netherlands), en Allemagne (Eurex Clearing AG) et en Italie (Cassa di Compensazione & Garanzia).

Par le mécanisme juridique de la novation, la CCP se substitue dans les droits et obligations des adhérents compensateurs. En France, la novation est définie à l'article 1271 du Code civil. Dans le cas d'une CCP, il s'agit de la substitution de la CCP dans les droits et obligations des parties à la transaction originelle. La CCP devient alors vendeur face à l'acheteur d'origine et acheteur face au vendeur d'origine.

Le mécanisme juridique de « l'*open offer* » suit un schéma différent : la CCP est en effet immédiatement interposée entre l'acheteur et le vendeur dès le moment où l'acheteur et le vendeur se sont mis d'accord sur les termes du contrat. Ainsi, dans le mécanisme de l'*open offer*, l'acheteur et le vendeur sont réputés n'avoir jamais eu aucune relation contractuelle.

Dans les deux mécanismes, novation et *open offer*, la CCP se retrouve donc comme contrepartie face à l'acheteur et au vendeur d'origine. La différence entre les deux

régimes tient au moment exact de prise en charge de la garantie par la CCP – au moment de l’exécution pour l’*open offer* et au moment de la réception de l’opération par la CCP pour la novation – ce qui peut revêtir une certaine importance dans le cas de problèmes techniques de transmission entre la plateforme de négociation et la CCP.

2.2. Les différents modèles d’organisation du marché de la compensation

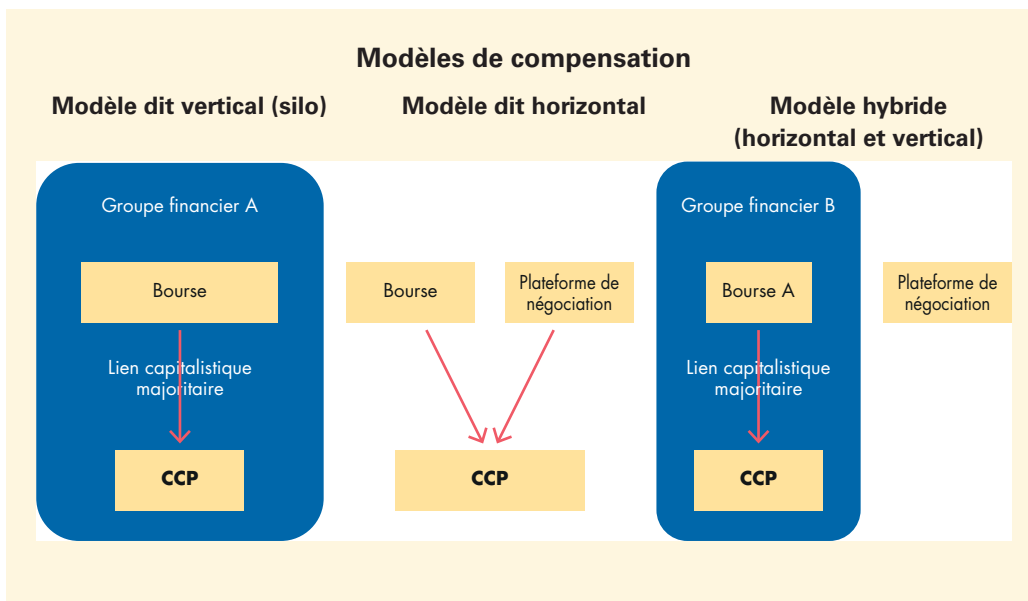
Les CCP sont amenées à compenser aussi bien les transactions provenant des marchés réglementés (bourses) et plateformes de négociation que les transactions de gré à gré. Dans le premier cas, on parle couramment de produits « cotés » ou « listés », tandis que dans le deuxième cas il s’agit de transactions bilatérales entre deux contreparties (par exemple portant sur des *repos*, ou des *swaps* de taux d’intérêt ou de crédit).

2.2.1. Compensation monoproduit versus compensation multiproduits

Certaines CCP proposent un service de compensation qui ne concerne qu’un type d’instrument financier. C’est le cas par exemple de la CCP néerlandaise EuroCCP qui ne compense que des transactions sur

actions au comptant. Ce service est qualifié de service de compensation monoproduit. De manière générale, la compensation centrale monoproduit est fournie par des CCP de taille modeste. La principale limite de ce modèle tient au fait qu’il ne permet pas aux participants actifs sur plusieurs marchés de bénéficier d’une compensation globale de leurs activités.

D’autres CCP, les plus importantes, proposent des services de compensation sur différents instruments financiers (dérivés listés, dérivés OTC, dettes d’État, actions) : c’est le cas en Europe, notamment de Cassa di Compensazione e Garanzia, Eurex Clearing AG, ICE Clear Europe, LCH SA, LCH Ltd et Nasdaq OMX. L’avantage de pouvoir proposer plusieurs produits à la compensation est de pouvoir compenser des positions portant sur des produits ou des devises qui bénéficient d’une corrélation stable et significative (cf. 3.1.4 les développements sur le *portfolio margining*), ce qui se traduit par des marges moins élevées et en conséquence une économie de collatéral pour les membres compensateurs. Un autre avantage économique réside dans la mutualisation et le partage des infrastructures, services et applications présentant des coûts fixes entre les différents segments de marché compensés par la CCP.



2.2.2. Relation entre la CCP et les plateformes de négociation

Dans le cadre de la compensation d'instruments négociés sur des plateformes de négociation, il existe différents modèles de relations entre la CCP et les plateformes. Ces différents modèles d'organisation sont décrits ci-avant.

Le modèle dit vertical (ou silo) est un modèle dans lequel les services de compensation sont fournis par une infrastructure appartenant à un groupe intégrant la plateforme de négociation, l'infrastructure de compensation et, le cas échéant, l'infrastructure de règlement-livraison. Le modèle vertical induit une relation exclusive entre le marché et la CCP, qui est en général le complément économique d'autres fonctions, en particulier la négociation. Le groupe allemand Deutsche Börse est ainsi organisé.

Le modèle dit horizontal est un modèle dans lequel les plateformes de négociation n'ont pas de lien capitalistique majoritaire

avec l'infrastructure qui compense les transactions négociées. La CCP fonde son modèle économique exclusivement sur les revenus de compensation et cherche à compenser les transactions négociées sur plusieurs plateformes de négociations. C'est le cas par exemple de la CCP néerlandaise EuroCCP, détenue en 2020 par le Chicago Board Options Exchange (CBOE) et qui compensait, début 2019, les transactions provenant de près d'une trentaine de plateformes de négociation, y compris des plateformes de négociation multilatérale (notamment celles de Nasdaq OMX, Alternext, Euronext, Traiana, Turquoise, Cboe Europe Equities, Equiduct, etc.).

Le modèle dit hybride (à la fois horizontal et vertical), est un modèle dans lequel il existe un lien capitalistique entre la plateforme de négociation et l'infrastructure de compensation mais qui permet néanmoins à d'autres infrastructures de négociation de bénéficier des services de l'infrastructure de compensation. La CCP française LCH SA en est un exemple.

Encadré n° 1 : L'exemple de LCH SA

La CCP française LCH SA (nom commercial de la Banque centrale de compensation) est la filiale française du groupe britannique LCH Group Limited. Depuis mai 2013, le London Stock Exchange Group (ci-après « LSEG ») détenait la majorité des parts sociales de LCH Group Limited. En octobre 2018, LSEG a augmenté sa participation majoritaire de 15,1%, portant sa part à 82%. LSEG ne constituant pas un groupe financier, il n'est pas supervisé par les autorités françaises.

LCH SA a son siège social à Paris et dispose de succursales à Amsterdam et Bruxelles, ainsi que d'un bureau de représentation au Portugal.

Les services de compensation fournis par LCH SA portent essentiellement sur des produits libellés en euros :

- titres échangés sur les marchés réglementés Euronext : actions au comptant et actions convertibles ;
- dérivés échangés sur les marchés réglementés Euronext : dérivés actions (indices et *single stock*) et matières premières ;
- transactions sur dettes d'État (France, Italie, Espagne, Allemagne, Belgique) : achats-ventes au comptant et pensions livrées ;
- dérivés échangés sur les marchés OTC : CDS sur indice d'entités de référence et sur émetteur unique.

.../...

La CCP compense ainsi les produits négociés notamment sur les plateformes Equiduct et Turquoise à la Bourse de Luxembourg, et sur les plateformes de négociation des *repos* MTS, Brokertec et Tullett Prebon.

LCH SA a le statut de chambre de compensation en vertu de l'article L.440-1 du Code monétaire et financier et à ce titre, assure la fonction de contrepartie centrale vis-à-vis de ses adhérents compensateurs.

LCH SA est également agréée en tant qu'établissement de crédit par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). De par son statut d'établissement de crédit, LCH SA est soumise aux exigences prudentielles bancaires et a accès aux opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Dans le cadre de la directive sur le caractère définitif du règlement (ci-après « directive finalité »), LCH SA a été désignée par le ministère des Finances français en tant que système notifié auprès de l'ESMA¹. Ce statut lui permet de bénéficier des dispositions de la directive finalité², en rendant irrévocable et opposable à tous les participants dudit système, la compensation des créances bancaires ou financières en cas de procédures collectives de l'un des participants. Cette directive garantit aussi le transfert de propriété des instruments financiers, c'est-à-dire le collatéral, remis à la contrepartie centrale par les participants en garantie de leurs positions.

La CCP française, en tant qu'infrastructure de marché, est surveillée par l'ACPR, l'Autorité des marchés financiers (AMF), et la Banque de France. Les trois autorités ont été désignées autorités nationales compétentes par l'État français, en application du règlement EMIR.

L'autorisation de la CCP française selon les dispositions d'EMIR a fait l'objet d'une évaluation menée en avril 2014 par les trois autorités nationales compétentes, qui ont conclu à la conformité de LCH SA aux exigences d'EMIR. Dans ce contexte, LCH SA a obtenu son agrément au titre d'EMIR par l'ACPR le 22 mai 2014.

¹ Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*).

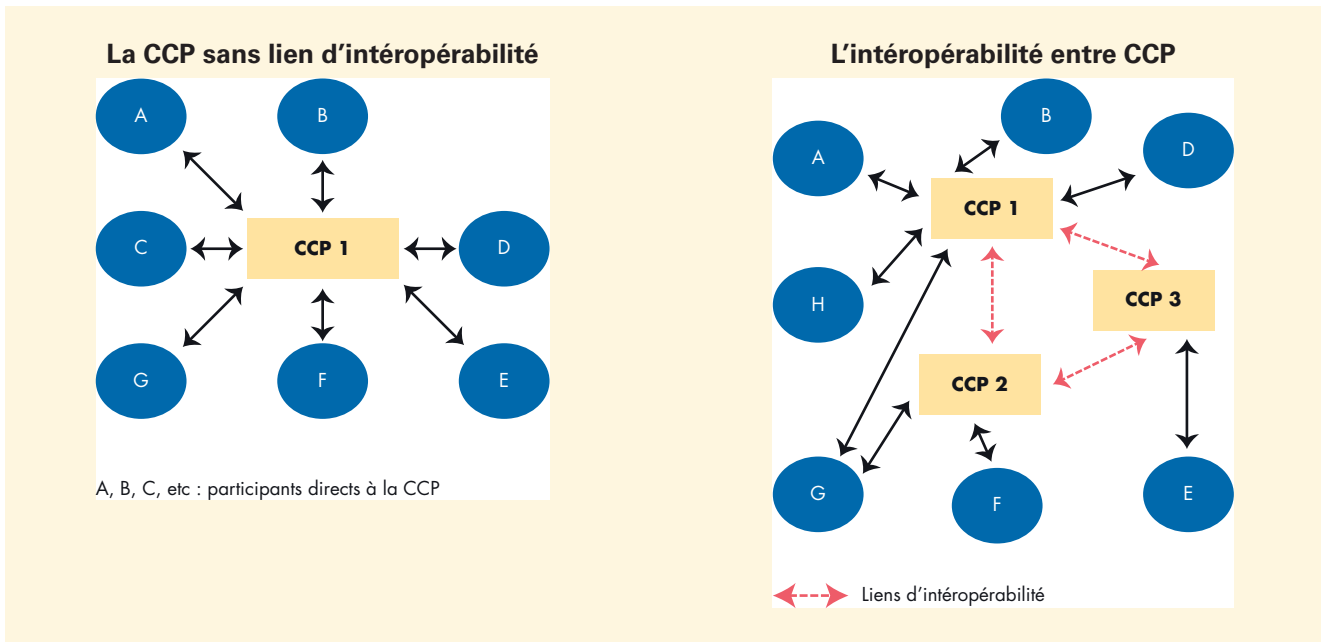
² Directive n° 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement livraison des opérations sur titres.

2.2.3. L'interopérabilité

Une CCP peut être participante d'une autre CCP grâce au mécanisme d'interopérabilité. L'interopérabilité est un modèle d'organisation permettant de lier des infrastructures de marché : appliqué aux CCP, ce dispositif permet aux ordres d'un membre actif dans l'une des deux CCP d'être appariés de manière anonyme avec ceux d'un membre actif dans l'autre CCP, sans que l'un et l'autre n'aient besoin d'être adhérents des deux CCP à la fois. L'interopérabilité est définie au principe 20 des PFMI (voir chapitre 18), comme un ensemble d'accords opérationnels et contractuels entre deux ou plusieurs infrastructures, liées directement ou par le biais d'un intermédiaire. Une

infrastructure des marchés financiers peut donc établir un lien avec i) une infrastructure similaire afin d'étendre ses services à des instruments financiers additionnels, à de nouveaux marchés – on parlera alors d'interopérabilité – ; ou ii) avec une infrastructure de marchés différente (par exemple une CCP pour les marchés des titres peut établir et utiliser un lien avec un dépositaire central pour recevoir et livrer des titres).

L'interopérabilité n'est possible que lorsque les deux CCP en question ont passé des accords, devenant ainsi contreparties l'une de l'autre. L'interopérabilité implique de maîtriser le risque systémique qui serait déclenché par une défaillance de la CCP avec laquelle le lien est établi. La définition



des ressources supplémentaires destinées à couvrir ce risque exige donc la prise en compte d'hypothèses d'instabilité des positions inter-CCP.

Les liens entre CCP en Europe sont les suivants :

- CC&G et LCH SA : dette souveraine italienne ;
- Euro CCP et LCH Ltd : titres de capital ;
- Euro CCP et Six x-Clear : titres de capital ;
- LCH Ltd et Six x-Clear : titres de capital ;
- LCH Ltd – Six x-Clear Norway : titres de capital et dérivés actions.

Dans ce contexte, chaque CCP doit mettre en place un cadre général pour détecter, surveiller et gérer les risques pouvant résulter de l'interopérabilité.

La réglementation EMIR encadre de manière stricte les accords d'interopérabilité, qui ne doivent concerner que les produits cash et les dérivés listés, mais dont sont exclus les dérivés OTC, le régulateur européen ayant considéré que les dérivés OTC ne pouvaient être compensés dans le cadre d'un lien d'interopérabilité ¹⁹ du fait de la complexité de ce dernier. Il est à noter que l'interopérabilité introduit un risque de défaillance de la contrepartie

entre les CCP, contrairement à une structure plus simple dans laquelle une plateforme de négociation est reliée séparément à chaque CCP. Relier les CCP par un lien d'interopérabilité revient à élargir les interdépendances entre les CCP, en l'occurrence notamment aux membres compensateurs de l'autre CCP ²⁰. Le risque systémique peut se trouver ainsi accru.

Le principe de ségrégation des positions et des actifs (cf. section 3 du présent chapitre) est également applicable aux liens d'interopérabilité.

Dans EMIR, la gestion des risques de deux CCP liées par un accord d'interopérabilité fait l'objet de dispositions particulières. Dans le cadre d'un lien d'interopérabilité, les deux CCP ne contribuent pas à leurs fonds de défaut respectifs (cf. ci-après section 3.1.5) : cela permet en effet de limiter le risque de contagion entre les deux infrastructures, dans la mesure où les ressources de la CCP survivante ne sont pas entamées par les pertes de la CCP défaillante. La couverture des risques se fait donc uniquement par un échange de marges entre les deux CCP (incluant la possibilité pour chacune des CCP d'appeler des marges additionnelles).

19 EMIR, considérant 73 : [...] En outre, compte tenu de la complexité des accords d'interopérabilité entre les contreparties centrales assurant la compensation de contrats dérivés de gré à gré, il convient, à ce stade, de restreindre le champ d'application de tels accords aux valeurs mobilières et aux instruments du marché monétaire.

20 « Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque », Aigrain J., in Les produits dérivés de gré à gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques, Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 17, avril 2013

Au-delà de l'interopérabilité, l'analyse des interdépendances entre les CCP est un point d'attention important pour les régulateurs notamment dans le cadre des travaux de *stress tests* du risque de défaillance de la contrepartie coordonnés par l'ESMA ²¹, mais aussi au travers des exercices de simulation de défaillance menés par les CCP européennes et leurs régulateurs respectifs, afin d'évaluer les interconnexions de leurs participants directs communs (mars 2018) et les travaux internationaux et européens (Banque des règlements internationaux – BRI, CERS ²²).

La BRI a également publié en 2017 une étude dédiée à l'analyse des interdépendances liées à la compensation centrale ²³; la reconduction de l'enquête en 2018 sur des données à octobre 2017 a permis de constater que les constats de l'étude restaient valables ²⁴. Cette étude, réalisée à partir d'un échantillon de 26 CCP dans le monde, a mis en lumière le niveau élevé d'interconnexions liées à des participants communs (cf. chapitre 17). Elle a de plus révélé des interdépendances fortes entre les CCP (sans que celles-ci soient nécessairement interopérables), entre les CCP et d'autres intervenants (notamment les dépositaires, les agents de règlement, les fournisseurs de liquidité ou de services d'investissement), dont certains sont également membres compensateurs. Les travaux en la matière, qui mettent en lumière le caractère hautement systémique des CCP, se poursuivent.

3. Les dispositifs de protection contre les risques auxquels une CCP est exposée

L'accès aux CCP doit être équitable et ouvert : les critères d'adhésion à une contrepartie centrale doivent donc être non discriminatoires et objectifs. La CCP doit trouver un équilibre entre ce principe et les critères d'accès qui constituent sa première ligne de défense. Une CCP est en effet très largement exposée au risque de crédit en cas de défaillance de l'un de ses participants. En devenant acheteur face au vendeur et vendeur face

à l'acheteur, la CCP prend de fait un risque de crédit sur chaque contrepartie.

3.1. Mécanismes de protection de la CCP

Les mécanismes de protection de la CCP contre le risque de crédit s'appliquent dès la mise en place des critères d'adhésion. Des ressources préfinancées individuelles (marge initiale et marge de variation) et mutualisées (fonds de défaut) font partie des autres outils dont dispose la CCP.

3.1.1. Les critères d'adhésion directe

Les critères d'adhésion directe de membres compensateurs ou participants à la CCP constituent la première ligne de défense, dans le cadre de la gestion des risques de la CCP. Les critères doivent être objectifs et rigoureux. Ces critères reposent principalement sur l'étendue de l'activité du participant, son statut, sa solvabilité, sa notation, etc.

Il n'existe à ce jour pas d'exigences réglementaires au niveau européen sur la qualité des membres compensateurs, EMIR ne comprenant pas de disposition en la matière; ces critères relèvent donc de chaque État membre.

En France, l'accès des participants à une CCP est fixé par l'art L.440-2 du Code monétaire et financier : le participant à la CCP doit être une personne morale et devait historiquement faire partie de l'une des catégories suivantes : i) établissement de crédit; ii) entreprise d'investissement; iii) organismes supra-nationaux (organismes financiers internationaux ou organismes publics et entreprises contrôlées par et opérant sous garantie d'un État). La loi PACTE adoptée en 2019 permet dorénavant, sous conditions, d'étendre aux fonds et aux assurances la possibilité de participer directement à une CCP. Ces conditions d'accès strictes, liées au statut des participants, permettent d'assurer une grande qualité à la participation directe à la CCP et de sécuriser ainsi le dispositif de mutualisation des pertes en cas de défaut.

21 Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities Markets Authority*).

22 Comité européen du risque systémique.

23 « *Analysis of central clearing interdependencies* » (juillet 2017) : <http://www.fsb.org/wp-content>

24 <https://www.bis.org/press/p180809.htm>

Outre les dispositions réglementaires ou législatives nationales auxquelles elles doivent répondre le cas échéant, les contreparties à une transaction doivent souscrire un contrat d'adhésion auprès de la CCP et répondre aux critères d'adhésion définis par cette dernière. Ces contreparties deviennent alors des participants (également appelés « membres compensateurs » ou « adhérents compensateurs ») de la CCP. Les participants bénéficient dès lors des services de compensation moyennant le paiement de frais et le versement de marges ainsi que d'une contribution à un fonds de défaut, pour protéger d'une éventuelle défaillance. Chaque membre peut réaliser des opérations pour son compte propre, mais aussi des opérations pour le compte de ses clients. Ces clients sont en général des établissements de taille moindre, ou qui ne remplissent pas les conditions d'adhésion directe à la CCP.

En application du principe de ségrégation des positions et des actifs (cf. section 4 du présent chapitre), les CCP doivent distinguer les positions et les actifs d'un adhérent compensateur de ceux d'un autre adhérent compensateur, et également de leurs propres actifs. De même, les positions et les actifs de l'adhérent compensateur doivent être distingués de ceux de ses clients.

Les établissements ne remplissant pas les critères d'éligibilité exigés par la CCP pour devenir participants directs et effectuer la compensation de leurs ordres directement auprès de la CCP, sont contraints de passer par l'intermédiaire de participants directs. Ces acteurs sont connus sous le terme de « participants indirects » ou « clients ».

3.1.2. Les modèles de participation indirecte

Il existe deux modèles de participation indirecte :

- le modèle dit *d'agency clearing*, qui est prédominant aux États-Unis. Selon ce modèle, le participant direct à la CCP (appelé aux États-Unis, dans le cadre des opérations sur dérivés, *Futures*

Commission Merchant ou « FCM ») est mandaté par le client pour garantir et effectuer ses paiements et/ou ses livraisons. Le client et la CCP ont un lien direct, le client bénéficiant directement de la garantie de bonne fin de la CCP avec son FCM. Ce dernier est responsable vis-à-vis de la CCP des engagements du client ;

- le modèle dit « principal » est prédominant en Europe. Il se construit par deux relations juridiques séparées : ce modèle implique que l'adhérent compensateur ait une relation contractuelle avec la CCP, il agit en son nom et il met en place un contrat « miroir » avec le client. Dans le modèle « principal », le client a une exposition envers le participant direct à la CCP et non envers la CCP.

Dans ces deux modèles, la CCP met en place des procédures permettant de protéger les actifs des clients en les distinguant de ceux du participant direct afin de limiter les effets de contagion d'un défaut du participant direct sur ses clients : c'est la ségrégation (cf. section 3.1.6 du présent chapitre). De plus, la CCP doit prévoir le transfert des positions des clients d'un adhérent compensateur, en cas de défaillance de ce dernier, vers un autre adhérent compensateur « non défaillant » : il s'agit de la portabilité.

Un modèle hybride est actuellement envisagé par plusieurs CCP européennes, ou déjà mis en place (par exemple en Allemagne). Il s'agit d'un accès direct dit « sponsorisé ». Ce modèle permet au client de devenir contrepartie directe à la CCP. Le client a un agent qui verse pour son compte les contributions au fonds de défaut, et qui prend part, éventuellement, pour le compte de son client aux procédures de gestion de la défaillance d'un adhérent compensateur. Selon les modèles envisagés, l'agent peut aussi agir en qualité d'agent payeur (*paying agent*) pour les opérations du client (appels de marges, gestion du collatéral, etc.). Ce modèle permet au client d'avoir un accès direct à la CCP, sans devoir répondre aux exigences et aux critères d'accès stricts en tant que

membre compensateur, et en se voyant ainsi appliquer des exigences de marges moindres que s'il était participant indirect. Pour l'agent, ce modèle permet, du point de vue des exigences prudentielles, de ne pas intégrer les expositions des transactions et des marges de son client, par exemple pour le calcul de ses exigences en fonds propres.

3.1.3. Les marges (ou dépôts) de garantie

Le dépôt de garantie initial, ou marge initiale, est déposé auprès de la CCP (sous la forme d'espèces ou d'actifs sûrs très liquides). Cette marge initiale correspond à la perte estimée liée à la dégradation de la valeur de marché de la position du membre défaillant, en cas de liquidation du portefeuille du membre défaillant sur quelques jours, dans l'hypothèse i) de conditions de marché défavorables; et ii) de l'absence de constitution de marges de variation pendant cet intervalle. Ainsi, elle doit permettre de couvrir les pertes (avec une probabilité d'au moins 99 % en vertu d'EMIR, portée à 99,5 % pour les dérivés OTC) liées aux variations de marché sur les expositions pendant une durée de liquidation variant en fonction des instruments financiers compensés, et leur liquidité. À titre d'exemple, les marges initiales tiennent compte d'une durée de liquidation de cinq jours (en application d'EMIR) pour les dérivés de gré à gré, réputés moins liquides que les dérivés listés pour lesquels une durée de liquidation de deux jours a été retenue.

Les marges de variation servent pour leur part à couvrir le risque de marché de la CCP en reflétant l'évolution de la valeur et du risque des positions des adhérents compensateurs, en fonction des prix de marché. La marge de variation est calculée sur la base de la différence entre la valeur de marché des opérations en portefeuille lors de la dernière évaluation et leur valeur initiale, pour couvrir le coût de remplacement éventuel de l'opération à la valeur de marché. C'est le participant dont les positions se déprécient qui est appelé à verser des marges de variation. Celles-ci sont ajustées

au moins quotidiennement. Les appels de marge sont réalisés ainsi au moins une fois par jour, voire en cours de journée, ce qui est particulièrement important en cas de forte volatilité des marchés.

La CCP contrôle au fil de l'eau – et donc au moins plusieurs fois par jour – l'adéquation des marges qu'elle détient à son niveau d'exposition aux risques. Ces contrôles se concentrent généralement sur le « *back-testing* » des niveaux de marges par rapport aux portefeuilles des membres. L'objectif d'un « *backtest* » est en effet de s'assurer *ex post* que le niveau de ressources préfinancées détenues par la CCP est suffisant pour couvrir son exposition, compte tenu des positions des adhérents compensateurs et des prix réellement observés sur le marché. Ces *backtests* permettent à la CCP d'apprendre de ses éventuelles erreurs et d'ajuster le modèle de gestion des risques si besoin. Ils sont nécessaires à l'évaluation de la méthode utilisée et à la validation du modèle de gestion des risques d'une CCP.

3.1.4. Le *portfolio margining*

Le *portfolio margining* consiste pour une CCP à calculer un montant de marge initiale à partir d'une estimation des pertes du portefeuille d'un adhérent compensateur en prenant en compte des instruments appartenant à un ou plusieurs segments d'activités donnés (dérivés actions, CDS, *repos*, etc.).

Par le mécanisme du *portfolio margining*, une CCP qui concentre le même type d'instruments dans plusieurs devises, ou des instruments différents bénéficiant d'une corrélation significative, peut réglementairement appeler au total des marges initiales moins élevées auprès de ses adhérents compensateurs, que des marges calculées instrument par instrument et/ou devise par devise. Cette pratique permet ainsi aux adhérents compensateurs de déposer des montants de marges significativement inférieurs à ceux qui seraient nécessaires si la CCP estimait les pertes potentielles instrument par instrument ou devise par devise.

Dans l'UE, la pratique du *portfolio margining* est encadrée par l'article 27 de la norme technique 153/2013 d'EMIR. Pour mémoire, selon cet article, une CCP peut calculer ses marges au niveau d'un portefeuille d'instruments financiers dans les conditions suivantes :

- si les prix de ces instruments ont une corrélation fiable et significative ;
- si cette corrélation est fiable sur des périodes historiques, fait preuve de « *résilience pendant les périodes de tensions* » et correspond à une logique économique entre les instruments ;

- la CCP peut alors prendre en compte au maximum 80 % des gains réalisés, sauf si elle démontre que la prise en compte de 100 % des gains ne modifie pas son profil de risque.

Le *portfolio margining* concerne un dispositif de compensation entre des instruments financiers ou des devises au sein d'une même CCP. Dans certaines juridictions, notamment aux États-Unis, il existe également un dispositif de compensation entre instruments ou devises pour un même membre compensateur au sein de plusieurs CCP ; c'est ce qu'on appelle alors le *cross-margining*.

Encadré n° 2 : Le cas particulier des marges croisées (*cross-margining*)

Dans un accord de marges croisées, deux CCP calculent un montant de marges correspondant aux positions consolidées dans chacune des CCP d'un adhérent compensateur commun, faisant ainsi bénéficier celui-ci d'une réduction des marges appelées en cas de corrélation négative entre les deux portefeuilles. Dans un accord de marges croisées, les deux CCP s'accordent sur un modèle de risque commun et calculent le besoin en marge initiale sur la base des portefeuilles combinés. L'adhérent compensateur n'est donc plus appelé que d'un montant réduit prenant en compte la corrélation entre ces deux portefeuilles.

En pratique il existe deux modèles d'accord de marges croisées :

- le premier modèle est intégré, au sens où le dispositif de *cross-margining* est géré par une CCP unique ¹. Les transactions qui font l'objet du calcul de marges en *cross-margining* sont ségréguées sur un même compte de positions (quelle que soit la CCP avec laquelle elles sont conclues). Ces positions sont couvertes par des marges calculées sur la base du portefeuille dans son ensemble et conservées sur un compte de marges dédié. Les comptes de marges et de positions sont gérés par une des deux CCP en qualité d'administrateur. En cas de défaillance d'un participant, les deux CCP coordonnent les processus de gestion du défaut (en effet, un calcul de marges en *portfolio margining* suppose une liquidation simultanée de toutes les positions concernées). Les pertes sont absorbées d'abord par le compte de marges dédié, puis par les deux CCP (soit en proportion des positions de chaque CCP, soit à parts égales) en utilisant d'abord le reste du collatéral du participant défaillant (marges des autres comptes et contribution aux fonds de défaut), enfin par les fonds de défaut des deux CCP. Pour le calcul de la « *stress test loss* » de chaque participant (qui peut définir la taille du fonds de défaut en application du principe « *cover 2* » ²), les expositions de la CCP sur les positions du compte « *cross-marginé* » sont prises en compte par chaque CCP ;

¹ Modèle utilisé par exemple par les CCP américaines CME et OCC.

² Le principe « *cover 2* » vise la nécessité de couvrir le défaut des deux participants présentant les plus importantes expositions. Pour plus de détails voir ci-après section 3.1.5.

.../...

- le second modèle conserve la ségrégation des comptes entre les deux CCP mais prend en compte les positions de l'autre³. Ainsi, chaque CCP calcule les marges correspondant au portefeuille de son participant séparément, puis déduit du montant calculé la partie correspondant aux gains que permet le *portfolio margining* sur le portefeuille combiné du participant au prorata. En théorie, si les pertes d'une CCP excèdent le collatéral restant sur ce compte de marges, cela signifie que des gains sont réalisés dans la liquidation des positions détenues par l'autre CCP : pour cette raison, chaque CCP a une créance sur l'autre, égale à la différence entre les marges calculées séparément et les marges qu'elle détient effectivement.

En cas de défaillance, les deux CCP devraient coordonner étroitement leurs processus de gestion du défaut, de la déclaration de défaut à la liquidation simultanée des positions du participant défaillant (indispensable pour préserver le bénéfice du *portfolio margining*). Dans les faits cela impliquerait que la coordination soit telle que la gestion du défaut soit réalisée en un point central pour être parfaitement synchrone. Cela reviendrait donc opérationnellement à confier à l'une des entités cette gestion du défaut sur les portefeuilles faisant l'objet d'un *cross-margining*.

Dans ces deux modèles de *cross-margining*, les CCP sont obligées de mettre en place une coordination étroite dans le cadre de la gestion d'un défaut qui implique que l'une des CCP agisse pour le compte des deux. À défaut, elles s'exposent toutes les deux à des pertes plus importantes que celles couvertes par les marges appelées. En substance, cela induit une externalisation de l'une des CCP auprès de l'autre, ou au minimum une très forte dépendance.

Le *cross-margining* est relativement développé dans certaines juridictions, dont les États-Unis, où des solutions de *cross-margining* ont été mises en œuvre entre plusieurs CCP, et sur différent segments d'activité (par exemple respectivement entre CME/OCC et CME/FICC). Par contre, la réglementation européenne interdit le *cross-margining* dans la mesure où il ne permet pas à une CCP d'avoir une pleine maîtrise de ses ressources préfinancées, conforme aux exigences d'EMIR, pour deux raisons :

- premièrement, du point de vue de la stabilité financière, le *cross-margining* crée des expositions croisées entre les CCP (une partie au moins des marges de l'une servant à couvrir le risque de l'autre) qui accroissent les interdépendances et le risque de contagion entre CCP. Les pertes réalisées par chaque CCP et leur couverture par le collatéral disponible dépendent non seulement de la situation de marché mais aussi de la qualité de la gestion du défaut de chaque CCP, en termes de liquidation du portefeuille comme du collatéral du membre compensateur défaillant. L'imputation d'une partie des pertes sur le collatéral de l'autre CCP crée un aléa moral qui peut réduire les incitations à une bonne gestion du défaut dans certains cas. En outre, dans un contexte particulier en l'occurrence transfrontalier, le superviseur de la CCP qui doit couvrir les pertes de l'autre CCP pourrait refuser d'autoriser le transfert du collatéral, notamment s'il estime que ce collatéral doit couvrir des pertes de la CCP elle-même ou que la gestion du défaut de l'autre CCP était déficiente ;
- deuxièmement, la coordination de la gestion du défaut posera problème. Le *portfolio margining* impose une liquidation simultanée des portefeuilles sur tout le périmètre concerné. Si les procédures supposent théoriquement une liquidation rapide selon un calendrier préétabli, l'expérience montre que les CCP préfèrent parfois conserver les portefeuilles plus longtemps pour des raisons opérationnelles ou pour attendre un retour à meilleure fortune. Par ailleurs, compte tenu de la volatilité de marché dans ce type de contexte, il importe que la coordination opérationnelle soit telle que les actions soient pratiquement simultanées. Cela induit de ce fait une coordination en un seul point pour les deux CCP, qui revient à confier le processus de gestion du défaut à une des deux entités.

³ Modèle utilisé par les CCP américaines FICC et CME.

3.1.5. Le fonds mutualisé de défaut

Les participants (c'est-à-dire adhérents compensateurs ou participants indirects dans le modèle *agency*) contribuent au fonds mutualisé de défaut – également appelé fonds de défaillance – constitué auprès de la CCP afin de couvrir leurs expositions qui ne sont pas couvertes par les appels de marges. Ce fonds doit être financé à l'avance, par les adhérents compensateurs, avec une contribution soit proportionnelle à l'exposition de la contrepartie centrale vis-à-vis de ses adhérents (ce qui est le cas général), soit fixe. Les modalités de calcul des contributions des membres compensateurs au fonds de défaut sont déterminées par la CCP.

À la suite des graves défaillances observées depuis 2008 (Lehman Brothers, MF Global), les normes internationales (PFMI, voir chapitre 18) prévoient que les ressources préfinancées (c'est-à-dire la combinaison des marges initiales et de la contribution au fonds de défaut) doivent *a minima* couvrir le défaut du participant ayant les plus importantes expositions (*cover 1*). Cette exigence de couverture est plus sévère pour les CCP d'importance systémique ou qui compensent des produits complexes, avec la nécessité de couvrir le défaut des deux participants présentant les plus importantes expositions (*cover 2*).

EMIR a fait le choix de la couverture la plus exigeante (*cover 2*) pour toutes les CCP de l'UE. En application de son article 43, le calibrage du fonds de défaut doit ainsi permettre de résister à des événements de marché extrêmes mais plausibles, et de couvrir les deux plus fortes expositions de la CCP vis-à-vis de ses participants. En pratique, le fonds de défaut est généralement dimensionné en fonction des résultats des *stress tests* internes de la CCP : à partir de ces scénarios extrêmes mais plausibles, la CCP détermine pour chaque adhérent compensateur la perte maximale qui dépasserait les marges initiales (on parle de *stress test loss over initial margin*, ou STLOIM) : le

fonds de défaut est alors calculé comme la somme des deux STLOIM les plus élevées, ce qui permet de garantir le *cover 2*.

Des tests quotidiens sont menés par les CCP (*stress testing*), afin de mesurer l'adéquation de leurs ressources (les marges et la contribution au fonds de défaut) en cas de variation extrême, mais plausible, des conditions de marché. Ces *stress tests* se fondent sur des scénarios historiques et/ou hypothétiques. En complément, des « *reverse stress tests* » sont mis en place par les CCP. Ces derniers doivent permettre d'évaluer les limites de leurs niveaux de couverture, en identifiant les conditions dans lesquelles la CCP ne serait plus capable d'absorber les pertes.

3.1.6. La ségrégation et la portabilité

Les ressources préfinancées (marges et fonds de défaut) appelées par la CCP pour couvrir les expositions des participants sont déposées par ces derniers dans les livres de la CCP, soit sous forme d'un transfert de propriété, soit sous forme d'un nantissement. Des exigences strictes sont fixées par EMIR s'agissant de la qualité du collatéral, qui doit être déposé soit sous la forme d'espèces, soit sous la forme d'instruments financiers très liquides et présentant un risque de marché et de liquidité minimal. En fonction des instruments remis, des décotes sont par ailleurs appliquées pour prendre en compte toute variation potentielle à la baisse de la valeur du collatéral remis entre la dernière évaluation de ce collatéral et le moment probable de sa liquidation. Par ailleurs, une sécurité est conférée par une exigence réglementaire d'EMIR de déposer les titres remis en collatéral auprès d'opérateurs de systèmes de règlement de valeurs mobilières garantissant la protection totale de ces instruments financiers (cf. chapitre 12 sur les dépositaires centraux de titres – CSD).

La réglementation européenne impose une gestion du collatéral transparente. Ainsi, les positions et le collatéral doivent être

ségrégués dans les comptes de la CCP, pour préserver les positions des clients d'un adhérent compensateur défaillant et ainsi éviter le risque de contagion. La ségrégation a pour intérêt premier d'éviter de mutualiser les pertes en distinguant bien les actifs de chaque membre compensateur et ceux de la CCP, ainsi que les actifs de chaque client d'un même membre compensateur, dès lors que le client a opté pour une ségrégation individuelle. D'autre part, elle permet, en cas de défaillance d'un adhérent compensateur, la portabilité des positions desdits clients vers un autre adhérent compensateur « sain ». Ce mécanisme permet d'assurer la continuité des contrats par transfert des positions des clients, et permet aux CCP de bien suivre et surveiller les risques liés à la concentration sur quelques participants importants des expositions engendrées par les participants indirects.

Dans le cadre de la gestion d'un défaut, les CCP cherchent à minimiser les pertes sur le portefeuille du membre défaillant. Pour ce faire, elles disposent d'un certain nombre d'outils :

- l'inventaire du portefeuille du membre défaillant ;
- dans la mesure du possible, le portage des positions et des garanties des clients du membre défaillant vers un autre membre ;
- l'utilisation des marges initiales déposées par le membre défaillant ;
- l'application d'une stratégie de liquidation des positions non portées (type d'actif/portefeuille) ;
- la neutralisation du risque du portefeuille du membre défaillant en prenant des positions inverses sur le marché, et/ou par la vente du portefeuille par un intermédiaire.

Si la liquidation du portefeuille de l'adhérent compensateur a généré un bénéfice, celui-ci sera reversé à l'administrateur du membre défaillant. En revanche, si à la fin de

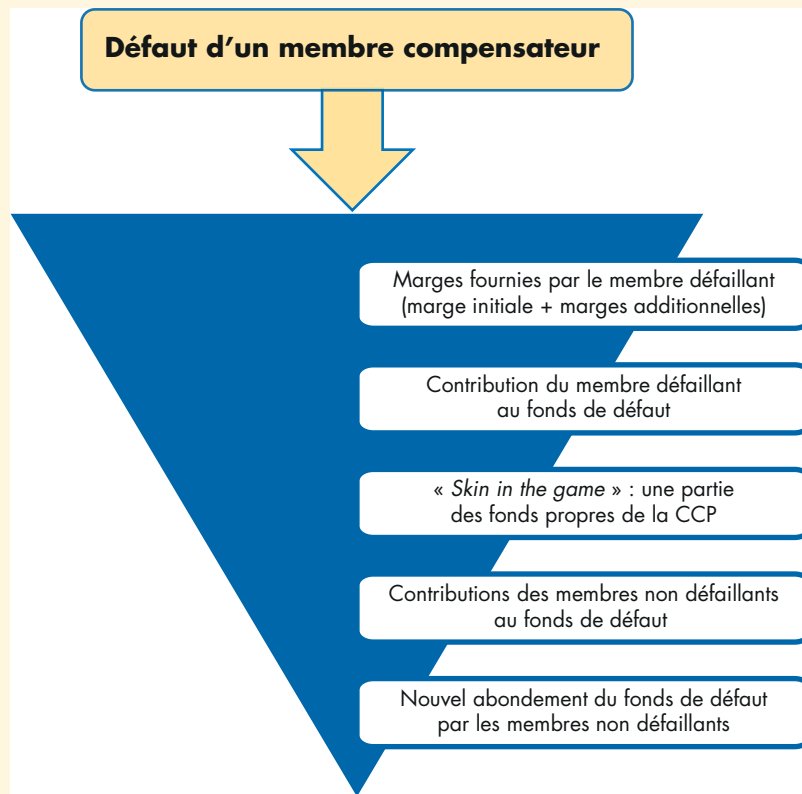
la liquidation une perte apparaît, les contributions au fonds de défaut des membres non défaillants seront utilisées.

3.1.7. L'allocation hiérarchisée des pertes

Dans le cas de la gestion du défaut d'un membre, le règlement EMIR prescrit un ordre d'utilisation des ressources, ou d'allocation hiérarchisée des pertes (« *waterfall process* »).

Si un défaut se produit, la CCP procède au règlement des positions du membre défaillant de la manière suivante :

- **premier niveau** : les marges fournies par le membre défaillant (marges initiales et marges additionnelles définies par la CCP). L'utilisation en premier lieu des marges du membre défaillant doit inciter les participants à gérer prudemment leurs risques et les CCP à calibrer correctement ces marges ;
- **deuxième niveau** : la contribution du membre défaillant au fonds de défaut de la CCP. Si la CCP est organisée en plusieurs segments d'activité (comme c'est le cas pour LCH SA par exemple, avec les segments *Fixed Income*, *Cash* et *Dérivés*, *CDS*, etc.), elle peut définir pour chaque segment d'activité un fonds de défaut séparé et étanche : ainsi, la fermeture d'un segment d'activité n'entraînera pas de contagion aux autres segments ;
- **troisième niveau** : une part des ressources propres de la CCP (« *skin in the game* »). Les ressources propres de la CCP doivent être utilisées avant celles des membres non défaillants. Ce dispositif incitatif en faveur d'une bonne gestion des risques par la CCP est propre au cadre européen et à EMIR ; d'autres juridictions, par exemple les États-Unis, ne prévoient pas d'obligation réglementaire en la matière, même s'il s'agit d'une bonne pratique assez largement diffusée. En Europe, le « *skin*

Encadré n° 3 : Allocation hiérarchisée des pertes (« *Waterfall* ») dans EMIR

« *in the game* » est déterminé réglementairement et doit correspondre *a minima* à 25 % des exigences en capital de la CCP (fixées par EMIR). Ces 25 % sont ensuite répartis entre les différents segments d'activité, au prorata de la taille du segment (et notamment de la taille du fonds de défaut retenu par la CCP pour chaque segment) ;

- **quatrième niveau** : les contributions au fonds de défaut des membres non défaillants. C'est par la mobilisation de ces ressources que la mutualisation des pertes est réalisée. Les marges initiales des membres non défaillants sont exclues de la mutualisation des pertes. En cas d'épuisement du fonds de défaut, celui-ci peut être abondé une nouvelle fois à la demande de la CCP.

Si toutes les ressources préfinancées décrites ci-dessus ne suffisent pas à couvrir les pertes liées au portefeuille de l'adhérent compensateur défaillant, une phase de rétablissement pourra être ouverte, obligeant les adhérents compensateurs survivants à apporter des ressources supplémentaires :

- la CCP peut appliquer une décote sur les marges de variation (VMGH) normalement dues aux membres compensateurs survivants, au prorata entre ceux-ci ;
- les positions des adhérents compensateurs ayant une position inverse à celle de l'adhérent compensateur défaillant peuvent être annulées, moyennant le versement d'une indemnité, en contrepartie ;

- si les étapes précédentes ne comblent pas les pertes liées à la liquidation du portefeuille de l'adhérent compensateur défaillant, alors les adhérents compensateurs survivants devront contribuer aux pertes pour que le service de compensation puisse se poursuivre *via* un nouvel abondement du fonds de défaut, dans la limite prévue par les règles de fonctionnement de la CCP ;
- **en dernier ressort**, et pour éviter toute contagion à d'autres secteurs d'activité pour lesquels la CCP propose des services de compensation, la CCP pourrait décider de la fermeture du segment de compensation concerné.

En outre, si la préservation de la stabilité financière le justifie, l'autorité de résolution peut déclencher à tout moment la résolution d'une CCP défaillante. L'autorité de résolution disposera alors de certains outils pour préserver les services critiques de la CCP, tout en évitant dans toute la mesure du possible le recours à un soutien public. Le futur règlement européen relatif au rétablissement et à la résolution des chambres de compensation, dont la négociation s'est achevée à l'été 2020 et qui devrait être publié d'ici fin 2020, vient standardiser les outils à la disposition des CCP et de leurs autorités de résolution, ainsi que leurs modalités d'utilisation. S'agissant du rétablissement des CCP, deux cas de figure sont distingués pour l'utilisation de ces outils en fonction de la cause des pertes financières, selon qu'elles sont ou non liées au défaut d'un ou plusieurs membre(s) de la CCP (exemples de pertes non liées au défaut d'un membre : problème opérationnel dont la CCP serait responsable, perte liée à un investissement de la CCP). Ce règlement détaille également les modalités de résolution des CCP, avec une liste limitative des outils à disposition des autorités de résolution, que celles-ci peuvent décider d'utiliser dans un but de préservation de la stabilité financière, d'équité financière et d'évitement du recours aux fonds publics dans toute la mesure du possible.

4. Normes et réglementation applicables aux CCP

4.1. Les normes applicables aux CCP au niveau international

Les infrastructures de marché et plus particulièrement les CCP ont bien fonctionné au cours de la crise financière en limitant notamment les risques de contagion. Il est néanmoins apparu nécessaire de renforcer leur robustesse et d'améliorer ainsi leur contribution à la stabilité financière en réduisant le risque systémique.

C'est l'objet des PFMI publiés en avril 2012 (cf. chapitre 18). Par rapport aux corps de normes²⁵ qu'ils remplacent, les PFMI sont désormais unifiés dans un seul document, mis à jour, harmonisés et renforcés. Ils ont pour objectif de renforcer la solidité des infrastructures et de leur permettre de mieux résister aux crises financières et notamment à l'éventualité du défaut d'un ou de plusieurs participants.

Les PFMI comportent notamment un chapitre relatif aux responsabilités propres aux banques centrales, régulateurs des marchés et autres autorités compétentes en matière de régulation, de contrôle et de surveillance de ces infrastructures.

Au regard de l'importance croissante des CCP, notamment compte tenu de la mise en œuvre des engagements du G20 relatifs à l'obligation de compensation des produits dérivés standardisés, en 2015, le Conseil de stabilité financière, le Comité de Bâle, le Comité des paiements et des infrastructures de marché (CPMI) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) ont initié un programme de travail sur les CCP pour renforcer la résilience, le rétablissement et la résolution de ces infrastructures. Ces travaux ont donné lieu tout d'abord à des préconisations venant préciser les PFMI²⁶, en donnant des orientations concernant les principaux aspects de la gestion de leurs risques par les CCP, notamment sur la gouvernance, les *stress*

25 CPSS, « *Core principles for Systemically important Payment Systems* », janvier 2001 : <http://www.bis.org/cpmi>

CPSS - IOSCO, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, novembre 2001 : <http://www.bis.org/cpmi>

CPSS - IOSCO, *Recommendations for Central Counterparties*, mars 2004 : <http://www.bis.org/cpmi>

26 « *Resilience of central counterparties (CCPs) : Further guidance on the PFMI* », 5 juillet 2017 : <http://www.bis.org/cpmi>

27 « *Recovery of financial market infrastructures – revised report* », 5 juillet 2017 : <http://www.bis.org/cpmif>

tests du risque de crédit et de liquidité, la couverture des risques, les marges et la contribution aux pertes des CCP. Un autre rapport est venu compléter les orientations CPMI-IOSCO de 2014 en matière de rétablissement des CCP ²⁷ – notamment pour rendre opérationnels les plans de rétablissement, traiter les cas de pertes non liées à des défauts, prévoir le réabondement des ressources, et apporter des précisions sur l'utilisation des outils de rétablissement. Les revues des pairs conduites par CPMI-IOSCO sur la mise en œuvre des PFMI par les infrastructures (cf. chapitre 18, section 1.3) ont par ailleurs étudié les pratiques de gestion des risques financiers et de rétablissement de dix CCP compensant des instruments financiers dérivés, dans deux rapports (août 2016 ²⁸ et mai 2018 ²⁹).

S'agissant de la résolution, une orientation complémentaire du Conseil de stabilité financière a été publiée en 2017 ³⁰ portant sur les pouvoirs des autorités de résolution en vue du maintien des fonctions critiques des CCP, les outils d'allocation des pertes, l'établissement de groupes de gestion de crises (« *Crisis Management Groups* ») et l'élaboration de plans de résolution, en complément des travaux déjà publiés par le CSF ³¹.

4.2. Le principe européen de l'accès ouvert

Les dispositions réglementaires européennes visent à ouvrir à la concurrence le traitement de la négociation et aussi de la compensation des instruments financiers pour éviter que des monopoles de fait ne s'installent, facilités en particulier par l'organisation en silo de certains marchés. Le principe est qu'il doit y avoir un choix quant au lieu d'exécution des ordres et également au lieu de la compensation des instruments financiers : c'est le « modèle ouvert ». La directive MiFID 2 ³² et le règlement MiFIR ³³ de mai 2014 (cf. chapitre 5) ont ainsi pour principal objet de mettre en concurrence les lieux d'exécution des ordres ³⁴ et de

permettre i) un accès non discriminatoire aux lieux d'exécution pour les investisseurs et ii) pour les lieux d'exécution un accès non discriminatoire aux CCP et aux systèmes de paiement (« *access right* »). L'« *access right* » dans le cadre de MiFIR se traduit, pour les CCP, par l'obligation d'accepter de compenser des transactions exécutées sur différentes plateformes de négociation, dès lors que ces dernières répondent aux exigences techniques et opérationnelles définies par ces CCP, y compris les exigences en matière de gestion des risques.

Ce principe a d'abord été consacré à l'article 7 d'EMIR relatif aux produits dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation. Il a été réaffirmé et étendu, par ce nouveau cadre européen et plus particulièrement par MiFIR, à tous les instruments financiers négociés sur un lieu d'exécution d'ordres ³⁵.

Une CCP devra autoriser l'accès aux lieux d'exécution d'ordres, si certains critères d'accès, précisés dans des normes techniques de réglementation, sont remplis ³⁶. Le législateur européen a estimé que, pour qu'il y ait une véritable concurrence entre les plateformes pour la négociation d'instruments dérivés, il était indispensable que ces plateformes puissent accéder à des CCP dans des conditions transparentes et non discriminatoires. L'accès non discriminatoire à une CCP devrait assurer aux plateformes de négociation le droit, pour les contrats négociés en leur sein, à un traitement non discriminatoire en termes d'obligations de garantie et de conditions de compensation des contrats économiquement équivalents, d'appels de marges croisés avec des contrats corrélés compensés par la même CCP et de frais de compensation réduits.

4.3. Les exigences au titre d'EMIR

4.3.1. Les principales exigences

En Europe, il s'agit en particulier, concernant les CCP, d'EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), entré en vigueur

28 <https://www.bis.org/cpmi>

29 <https://www.bis.org/cpmi>

30 « *Guidance on central counterparty resolution and resolution planning* », 5 juillet 2017 : <http://www.fsb.org/wp-content>

31 « *Key attributes for effective resolution regimes for financial institutions* », octobre 2014 : <http://www.fsb.org/wp-content>

32 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content>

33 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content>

34 Les lieux d'exécution d'ordres sont : les marchés réglementés, les MTF (*Multilateral Trading Facilities* en anglais), et une nouvelle sous-catégorie de MTF introduite par la directive que sont les OTF (*Organised Trading Facilities*). La directive donne une définition très large des OTF, ce qui permet d'y englober toutes autres formes organisées d'exécution ne pouvant rentrer dans les autres catégories.

35 Article 35.1 de MiFIR : « *Without prejudice to Article 7 of Regulation (EU) No 648/2012, a CCP shall accept to clear financial instruments on a non-discriminatory and transparent basis, including as regards collateral requirements and fees relating to access, regardless of the trading venue on which a transaction is executed* ».

36 Considérant 38 dudit règlement : « *To avoid any discriminatory practices, CCPs should accept to clear transactions executed in different trading venues, to the extent that those venues comply with the operational and technical requirements established by the CCP including the risk management requirements. Access should be granted by a CCP if certain access criteria specified in regulatory technical standards are met* ».

en août 2012. Compte tenu du fait que la CCP devient la contrepartie unique des membres compensateurs, le règlement EMIR lui impose des exigences très strictes au plan prudentiel.

S'agissant des risques financiers tout d'abord, qui sont les principaux risques pour une CCP, EMIR a renforcé les exigences de gestion des risques énoncées dans les PFMI, qui ne sont que des exigences minimales communes.

- EMIR impose ainsi une obligation de *cover 2*³⁷ (cf. supra) pour le risque de crédit et le risque de liquidité pour toutes les CCP de l'UE. Les PFMI n'imposent cette obligation que vis-à-vis du défaut d'un seul participant (*cover 1*), sauf pour les CCP qui sont systémiques dans plusieurs juridictions ou qui ont un profil de risque élevé du fait de la complexité des produits qu'elles compensent (par exemple les CDS), pour lesquelles le *cover 2* s'applique;
- l'intervalle de confiance minimal à respecter pour la mesure des expositions servant à calculer les marges initiales sur les positions des dérivés négociés de gré à gré est porté à 99,5 % dans EMIR, contre 99 % pour tous les produits dans les PFMI;
- EMIR fixe des exigences minimales quantitatives pour la période de liquidation (deux jours pour les dérivés listés et les *repos*, cinq jours pour les dérivés de gré à gré) et la période historique rétrospective (douze mois). La période de liquidation est la période entre le défaut et la fin du processus de gestion du défaut de la CCP, qui sert de plage de temps pour mesurer l'exposition potentielle, laquelle correspond à la baisse potentielle de valeur du collatéral entre sa dernière évaluation et sa liquidation et les variations défavorables du portefeuille à liquider. Cette exposition potentielle fait partie des paramètres de calcul des marges initiales. La période historique rétrospective est la durée de la plage de

données sur la base desquelles la CCP calcule ses marges.

Enfin, les règles de prise en compte des expositions des banques sur les contreparties centrales dans le calcul des exigences de fonds propres ont été revues par le Comité de Bâle en avril 2014, avec une nouvelle approche pour déterminer ces exigences quand les contreparties centrales sont « qualifiées » (« *Qualifying CCPs* » ou QCCP). Une « QCCP » est une contrepartie centrale qui respecte les PFMI, et qui à ce titre est agréée par l'État dans lequel l'adhérent compensateur est établi, et autorisée par son superviseur à compenser les produits offerts à la compensation. Le Comité de Bâle a réexaminé les modalités d'application du ratio de levier aux expositions, vis-à-vis des contreparties centrales, des adhérents compensateurs qui fournissent des services de participation indirecte (*client clearing*). Les marges reçues de la part des clients peuvent désormais être déduites du dénominateur du ratio de levier, puisqu'il s'agit d'un dispositif visant à réduire les risques portés par l'adhérent compensateur.

Concernant les autres principaux risques auxquels est confrontée une CCP, à savoir les risques d'investissement et de conservation :

- le risque d'investissement est encadré par des règles strictes : par exemple, en application d'EMIR, les CCP sont autorisées à investir leurs ressources financières uniquement en espèces ou dans des instruments assortis d'un risque de marché et de crédit minimal, répondant à ces conditions réglementaires très précises fixées dans des normes techniques³⁸;
- le risque de conservation est pour sa part fortement circonscrit de par l'obligation, quand cela est possible, de déposer les instruments financiers remis au titre des marges ou des contributions au fonds de défaut auprès d'un CSD ou auprès d'une banque centrale qui assurent la pleine protection de ces instruments et leur mise à disposition rapide auprès de

37 Les PFMI prévoient que les ressources préfinancées (c'est-à-dire la combinaison des marges initiales et de la contribution au fonds de défaut) doivent à minima couvrir le défaut du participant ayant les plus importantes expositions (*cover 1*). Cette exigence de couverture est plus sévère pour les CCP d'importance systémique ou qui compensent des produits complexes, avec la nécessité de couvrir le défaut des deux participants présentant les plus importantes expositions (*cover 2*).

38 Cf. annexe II de la norme technique 153/2013 : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content>

la CCP, ou à défaut un établissement de crédit qui doit présenter un faible risque de crédit.

En termes d'externalisation, une contrepartie centrale peut externaliser une partie de ses fonctions. Cependant, la gestion des risques ne peut pas être externalisée, sauf à obtenir l'accord préalable de l'autorité compétente.

S'agissant de l'organisation, EMIR impose aux contreparties centrales d'avoir des dispositifs de gouvernance documentés de manière exhaustive et détaillée. De plus, une séparation claire entre l'organisation hiérarchique de la gestion des risques et celle des autres activités doit être assurée au sein de la contrepartie centrale. Chaque contrepartie centrale doit disposer d'un conseil d'administration dont au moins un tiers des membres est indépendant. Le rôle du conseil d'administration doit être clairement défini et ses activités et comptes rendus de réunions mis à disposition des régulateurs. En outre, un comité des risques, indépendant des instances dirigeantes, doit être mis en place. Dans un souci de réduire les risques de conflit d'intérêt, les actionnaires et associés détenant une participation au sein de la contrepartie centrale doivent être clairement identifiés et des règles organisationnelles et administratives écrites doivent être établies.

Une contrepartie centrale doit enfin se doter de conditions de participation, d'un reporting d'activité transparent, et d'une comptabilité distincte par adhérent compensateur.

S'agissant des aspects relatifs au rétablissement et à la résolution des CCP, en cohérence avec les travaux internationaux, un règlement européen est en cours d'élaboration, afin de décliner notamment les principes internationaux³⁹ édictés en la matière.

4.3.2. L'agrément et la surveillance des contreparties centrales

Dans le cadre d'EMIR, il appartient à chaque État membre de désigner la ou les autorités

compétentes, chargée(s) de mener à bien les missions édictées par le règlement (article 22). C'est l'État membre qui en fait notification à l'ESMA. Si plusieurs autorités sont désignées, l'État devra indiquer clairement le rôle respectif de chacune de ces autorités.

Cependant, une seule des autorités désignées se verra déléguer la responsabilité de coordonner la coopération et l'échange d'informations avec la Commission, l'ESMA, les autorités compétentes des autres États membres, l'ABE⁴⁰ et les banques centrales. En France, c'est la Banque de France qui remplit ce rôle.

Les processus d'autorisation et de supervision des CCP ont été mis en place par EMIR avec l'institution de collèges⁴¹ composés de l'ESMA, membre non votant, du ou des régulateur(s) désigné(s) autorité(s) compétente(s) à l'ESMA, des autorités compétentes responsables de la surveillance i) des membres compensateurs établis dans les trois États membres apportant globalement la plus grande contribution au fonds de défaillance de la CCP; ii) des plateformes de négociation avec qui la CCP a établi des liens; iii) des contreparties centrales avec lesquelles la CCP a des accords d'interopérabilité; iv) des dépositaires centraux de titres avec lesquels la contrepartie centrale est liée; et v) des banques centrales d'émission des monnaies les plus pertinentes pour les instruments compensés pour chaque contrepartie centrale.

L'institution des collèges EMIR (cf. chapitre 18) fait écho à l'exigence de coopération entre autorités dans la surveillance et la supervision des CCP posée par les PFMI (cf. la responsabilité « E »). De nombreuses autorités aux mandats différents, reflétant diverses facettes de la stabilité financière (banques centrales, autorités de marché, autorités prudentielles), ont un intérêt au bon fonctionnement des CCP. C'est pourquoi le fonctionnement des collèges tel qu'envisagé par EMIR prévoit une articulation

39 « *Guidance on central counterparty resolution and resolution planning* », juillet 2017 : <http://www.fsb.org/wp-content>

40 Autorité bancaire européenne.

41 Article 18 d'EMIR, règlement EU n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés négociés de gré à gré aux contreparties centrales et les référentiels centraux.

entre des autorités nationales, chargées à titre principal d'assurer l'application des exigences réglementaires aux CCP, et les « autorités concernées », également membres du collège, qui peuvent être consultées si nécessaire et demander aux autorités nationales des informations complémentaires. L'ESMA, membre non votant des collèges EMIR, est en charge de la convergence de la supervision, notamment au travers des revues des pairs qu'elle mène sur le fonctionnement des collèges.

Dans le cadre de la ré-autorisation de la CCP selon les dispositions d'EMIR, une évaluation de la contrepartie centrale est réalisée ; l'évaluation fait de plus l'objet d'une revue annuelle par les autorités nationales compétentes.

Des évolutions réglementaires sont intervenues en matière de cadre de supervision des CCP avec la révision, d'EMIR, entrée en vigueur (pour le volet supervision) au 1^{er} janvier 2020. Elles ont été motivées par plusieurs constats :

- la concentration des services de compensation dans un nombre limité de CCP avec en parallèle une augmentation de l'activité transfrontière : le dispositif actuel se fonde essentiellement sur l'autorité du pays d'origine ;
- les divergences de pratiques en matière de surveillance des CCP dans l'UE, qui pourraient créer un risque d'arbitrage réglementaire et prudentiel tant pour les CCP que pour leurs participants ;
- le rôle des banques centrales, en tant qu'émetteurs de monnaie, qui n'est pas suffisamment pris en compte dans les collèges actuels des CCP de l'UE.

La révision d'EMIR répond à ces constats, d'abord en affirmant le rôle de coordination de l'ESMA en matière de supervision des CCP de l'UE⁴². D'ici au 1^{er} janvier 2021, l'ESMA devra préparer un règlement technique pour uniformiser les

interprétations des articles 15 (extension d'activité et de services) et 49 (changement de modèle). Elle pourra être invitée par les autorités nationales à participer aux inspections sur place. Elle publiera une orientation sur les revues et les procédures d'évaluation par les autorités nationales (art.21 6). En termes de pouvoirs, l'article 23a prévoit obligatoirement une opinion ex ante de l'ESMA sur douze articles d'EMIR⁴³ avant prise de décision par une autorité nationale, toute autre décision pouvant lui être soumise sur base volontaire. L'ESMA pourra publier une orientation ou une recommandation si elle constate un manque de convergence ou de cohérence dans les pratiques des autorités nationales compétentes.

Au sein de l'ESMA, un nouveau comité interne permanent est créé : le Comité de supervision, compétent sur les sujets liés aux CCP (européennes comme de pays tiers). Pour les CCP établies dans l'Union européenne, le Comité de supervision sera compétent en particulier pour la conduite des stress tests européens, et la promotion des échanges entre autorités. Pour les CCP de pays tiers (voir infra), il préparera toutes les décisions de supervision de l'ESMA. De façon générale, il préparera des projets de décision (prises à majorité simple, le président ayant voix prépondérante en cas d'égalité) et les soumettra pour approbation au Conseil de surveillance de l'ESMA.

4.3.3. La reconnaissance des CCP de pays tiers

Le règlement EMIR prévoit enfin que des CCP de pays tiers puissent fournir des services de compensation dans l'UE. Une CCP établie dans un pays tiers ne peut fournir des services de compensation à des membres compensateurs ou des plateformes de négociation établis dans l'UE que si elle est reconnue par l'ESMA, suivant une procédure définie à l'article 25 d'EMIR. Ainsi, une CCP souhaitant être reconnue doit fournir à l'ESMA un dossier contenant toutes les informations requises (définies dans des normes techniques). L'ESMA dispose de trente jours pour examiner la

42 L'ESMA agira « with a view to building a common supervisory culture and consistent supervisory practices, ensuring uniform procedures and consistent approaches, and strengthening consistency in supervisory outcomes, especially with regard to supervisory areas which have a cross-border dimension or a possible cross-border impact ».

43 Articles 7 (accès à une CCP) ; 8 (accès à une plateforme de négociation) ; 14 (agrément) ; 15 (extension d'activités) ; 29 (conservation d'informations) ; 30 (participation qualifiée) ; 31 (information aux autorités compétentes en cas de changement de gouvernance) ; 32 (évaluation en cas de changement de gouvernance) ; 33 (conflits d'intérêts) ; 35 (externalisation) ; 36 (règles de conduite) ; 54 (accords d'interopérabilité).

complétude du dossier d'agrément, puis de cent quatre-vingts jours pour se prononcer sur la demande.

Toutefois, quatre conditions doivent être réunies pour que l'ESMA délivre un agrément à une CCP issue d'un pays tiers :

- la Commission européenne doit avoir adopté un acte d'exécution indiquant que les CCP issues de la juridiction en question sont soumises à un régime de supervision et à des exigences de gestion des risques équivalents à ceux définis par EMIR ;
- la CCP doit être agréée dans son pays d'origine, et doit satisfaire pleinement aux exigences réglementaires applicables dans cette juridiction ;
- l'ESMA doit avoir signé un accord de coopération avec les autorités compétentes du pays d'origine de la CCP, établissant notamment des modalités d'échange d'information et de coordination des activités de surveillance ;
- la juridiction d'origine de la CCP doit avoir mis en place des modalités de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme équivalents à ceux en vigueur dans l'UE.

En outre, avant de se prononcer définitivement sur une demande d'agrément, l'ESMA doit consulter officiellement des autorités européennes pour connaître leur position sur cette demande (les opinions délivrées par ces autorités n'ont pas toutefois de caractère contraignant). Il s'agit des autorités suivantes : i) les autorités compétentes des États membres dans lesquels la CCP souhaite fournir des services de compensation ; ii) les autorités compétentes des trois États-membres dont les établissements financiers seraient les plus importants contributeurs au fonds de défaut de la CCP ; iii) les autorités responsables de la surveillance des plateformes de négociation de l'UE auxquelles la CCP souhaite fournir des services ; iv) les autorités responsables de

la surveillance des CCP avec lesquelles la CCP de pays tiers a conclu des accords d'interopérabilité ; v) les banques centrales des États membres dans lesquels la CCP souhaite fournir des services de compensation, ou dans lesquels est établie une CCP avec laquelle la CCP de pays tiers a conclu un accord d'interopérabilité ; vi) les banques centrales d'émission de monnaies de l'Union les plus pertinentes à l'égard des instruments financiers compensés ou à compenser.

La liste des CCP de pays tiers reconnues par l'ESMA comportait trente-quatre CCP au 20 septembre 2020 ⁴⁴. Avec le Brexit, intervenu le 31 janvier 2020, le Royaume-Uni deviendra pays tiers à l'issue de la période de transition prévue par l'accord, soit au 31 décembre 2020. À cette date, les CCP du Royaume-Uni seront reconnues par l'Union européenne sous le régime du pays tiers, cette décision ayant été prise par anticipation par l'ESMA le 28 septembre 2020.

Alors que le dispositif de reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers développé par le règlement EMIR repose intégralement sur la réglementation et le dispositif de surveillance des pays tiers, la majorité de ces pays considèrent les contreparties centrales de pays tiers comme des infrastructures d'importance systémique et les soumettent à une surveillance renforcée. Si l'approche initiale d'EMIR pouvait être regardée comme un modèle de confiance mutuelle, l'UE aurait été exposée à des risques si elle était restée la seule juridiction à s'en remettre aussi largement à la réglementation et aux autorités des pays tiers.

C'est dans ce contexte qu'est intervenue la révision d'EMIR (EMIR2), qui a permis l'adoption d'une approche fondée sur les risques, les contreparties de pays tiers d'importance systémique pour l'UE ayant vocation à être soumises à une surveillance directe et renforcée par les autorités européennes, quand est prévue en même temps une exigence de localisation dans l'UE des CCP d'importance systémique substantielle (cf. chapitre 17).

44 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf

Le règlement EMIR2 prévoit une refonte de l'architecture d'autorisation des CCP de pays tiers. Les décisions d'équivalence des réglementations de pays tiers sont conservées dans leurs principes mais pourront être revues, l'ESMA étant chargée de suivre les évolutions réglementaires dans les juridictions bénéficiant de décisions d'équivalence.

Contrairement à ce qui prévalait depuis 2012, l'autorisation effective d'une CCP de pays tiers à fournir ses services dans l'Union européenne sera désormais décidée selon des critères plus ou moins exigeants, en fonction du degré de systémicité de cette CCP pour l'Union européenne. Le processus de reconnaissance d'une CCP différera donc selon qu'elle est considérée comme peu ou pas systémique (auquel cas la reconnaissance sera accordée essentiellement sur la base de la décision d'équivalence du cadre réglementaire), ou systémique (auquel cas, au-delà de la décision d'équivalence, la CCP de pays tiers devra démontrer qu'elle respecte les dispositions d'EMIR – sauf exception justifiée du fait d'une « *comparable compliance* »⁴⁵). Par ailleurs, une fois une CCP systémique reconnue, elle fera l'objet d'une supervision directe par l'ESMA, qui pourra demander toute information et disposera d'un pouvoir de contrôle sur pièces et sur place. L'ESMA disposera également d'un pouvoir de sanctions, allant de l'amende au retrait de la reconnaissance.

La classification d'une CCP de pays tiers sera revue à chaque extension d'activité et de services, et au minimum tous les cinq ans. Elle se fondera sur la nature, taille et complexité du business, l'effet d'une défaillance sur les marchés financiers européens, la structure de participation, la substituabilité, et les interdépendances avec d'autres infrastructures de marché. Les CCP de pays tiers devront s'acquitter de redevances à l'ESMA pour donner les moyens à celle-ci d'exercer sa mission. Un collège des CCP de pays tiers est créé, dans le but de partager de l'information avec les autorités nationales compétentes européennes. Il pourra

demander l'ajout d'un point à l'ordre du jour du Comité de supervision.

Enfin, les CCP dites « d'une importance systémique substantielle » pourront ne pas être reconnues par l'ESMA. En effet, la localisation hors de l'Union européenne de telles entités pourrait faire peser des risques sur la stabilité financière européenne. La procédure serait la suivante : l'ESMA recommanderait à la Commission de prendre une décision de refus de reconnaissance. Cette recommandation devra justifier d'une part de l'insuffisance d'une supervision directe au regard d'EMIR pour réduire suffisamment les risques (par exemple par des conflits d'intérêt potentiels entre le « *home supervisor* » et l'ESMA, ce qui pourrait conduire la CCP à prendre des décisions contraires à la stabilité financière de l'UE, notamment en situation de crise), et d'autre part d'une analyse coûts/bénéfices. Dès lors qu'un refus de reconnaissance aura été acté par la Commission européenne, la CCP concernée ne pourra plus offrir ses services dans l'Union européenne, sauf à y relocaliser ses activités et être agréée comme CCP de l'UE. Conformément au souhait de la Commission, de la BCE et de l'ESRB, l'ESMA devrait conduire cette évaluation de l'importance systémique substantielle pour LCH Ltd et ICE Clear Europe courant 2021.

Avec le Brexit, EMIR2 et les standards techniques associés revêtent une importance particulière pour la stabilité financière européenne. Certaines CCP situées au Royaume-Uni étant systémiques pour l'UE (voir ci-dessous), il est essentiel que post-Brexit les autorités européennes continuent à recevoir toute l'information pertinente de la part de ces entités et puissent le cas échéant les superviser directement.

5. Les principales CCP en Europe

L'encadré 4 ci-après illustre les encours compensés par les principales CCP en Europe, en fonction des segments d'activité.

⁴⁵ La « conformité comparable » permettra à certaines CCP systémiques pour l'UE d'être déclarées conformes à EMIR sans en respecter à la lettre les dispositions. Le fonctionnement de ce dispositif doit être explicité dans un acte délégué de la Commission, qui sera adopté au second semestre 2020.

Encadré n° 4 : Statistiques sur les principales contreparties centrales qui compensent des instruments libellés en euros et sur les encours compensés ¹

T1 : Segment dérivés de crédit : *Open interest*/CDS libellés en euros, octobre 2019

(en milliards d'euros ; parts en %)

CCP	<i>Open interest</i> /indices CDS libellés en euros (iTraxx Europe, Crossover, HiVol, SenFin)	Part de marché
ICE Clear Europe	205	33
ICE Clear Credit	298	49
LCH SA CDSClear	110	18

Sources : Informations publiques, sites internet des CCP.

T2 : Segment dérivés de taux OTC : *Open interest*/dérivés de taux OTC, octobre 2019

(en milliards d'euros ; parts en %)

CCP	<i>Open interest</i> dérivés de taux OTC (toutes devises, USD équivalent)	Part de marché	<i>Open interest</i> dérivés de taux OTC (en euros)	Part de marché
LCH Ltd (Swapclear)	361,6	89	88,0	87,0
CME US	17,4	5	0,6	0,5
JSCC	14,4	4	12,7	12,5
EurexOTC	12,7	3	0	0

Source : Sites internet des CCP.

T3 : Segment dérivés listés de taux : volumes compensés par CCP

(nombre de contrats en 2016 ; parts en %)

CCP	STIR (toutes devises)	Part de marché	LTIR (toutes devises)	Part de marché
Eurex Clearing	72 319	0	628 386 613	90,6
ICE Clear Europe	533 336 315	98,8	65 514 464	9,40
LCH Ltd (CurveGlobal)	6 619 742	1,2	15 156	0

Source : Sites internet des CCP.

¹ Le groupe LCH a entrepris en février 2019 la migration de la compensation des repos libellés en euro depuis la CCP britannique LCH Ltd vers la CCP française LCH SA. Les statistiques de la compensation du repo postérieures à ces mouvements de marché ne sont pas actuellement disponibles, mais devraient l'être courant 2020.

