

Infrastructures des marchés financiers : un nouvel environnement normatif pour une sécurité renforcée

La crise financière a mis en évidence l'importance du rôle joué par les transactions sur produits dérivés¹, notamment en matière de contagion. Dans ce contexte, à la demande des dirigeants du G20 lors du sommet de Pittsburgh en septembre 2009, a été engagé un renforcement du cadre normatif applicable aux transactions sur ces actifs financiers et aux infrastructures qui permettent leur échange (enregistrement, compensation, règlement-livraison, paiement). Il a conduit au plan international à la définition d'un nouveau corps de normes de référence pour les infrastructures de marchés, les Principes CPSS/IOSCO^{2,3} pour les infrastructures des marchés financiers et, en Europe, à l'adoption du Règlement européen sur les dérivés échangés de gré à gré, les contreparties centrales et les registres centraux de données dit EMIR (European Market Infrastructure Regulation).

L'objet de ce Focus est de présenter les objectifs qui ont présidé à ces évolutions normatives, les principaux changements apportés aux normes internationales applicables aux infrastructures des marchés financiers et le nouveau cadre réglementaire européen qui rentrera en vigueur le 1^{er} janvier 2013.

Les objectifs

L'ampleur⁴, la complexité, le manque de transparence et les risques des produits dérivés négociés de gré à gré (OTC derivatives) entre les acteurs financiers en font des vecteurs potentiels de propagation des chocs au travers des systèmes financiers. C'est pourquoi, lors du sommet de Pittsburgh de septembre 2009, les dirigeants du G20 ont marqué leur volonté de rendre ces marchés plus transparents et plus sûrs au niveau mondial.

De manière concrète, les objectifs suivants, à atteindre d'ici fin 2012, ont été fixés :

- ✓ Établir une obligation d'enregistrement des transactions sur l'ensemble des produits dérivés⁵ au sein de registres établis à cet effet, appelés les registres centraux de données (trade repositories – TR). Ces derniers centraliseront et rendront ainsi homogène l'information sur ces transactions, qui sont dispersées dans le monde entier. Ils permettront aux régulateurs d'avoir une vision consolidée de l'activité sur les produits dérivés, et de faciliter les calculs d'exposition globaux, ce qui n'était pas possible jusqu'à présent, du fait des disparités dans l'information disponible.

Qu'est-ce qu'un registre central de données ?

Un registre central de données ou trade repository (TR) est une entité chargée de l'enregistrement de données relatives aux transactions portant sur l'ensemble des produits dérivés.

Il assure la transparence de ces opérations pour les participants de marché et les régulateurs. L'accès à ces informations a pour objectif de permettre aux banques centrales d'avoir une vision consolidée des risques, aux superviseurs de suivre les expositions des établissements sous leur responsabilité, et aux régulateurs de marché de pouvoir identifier les manipulations de marché.

Un TR peut également offrir des fonctions auxiliaires, par exemple la confirmation des transactions, le calcul des paiements liés au cycle de vie de la transaction, la mise à jour des données.

¹ Il s'agit de contrats financiers, dont la valeur dépend de celle d'un ou plusieurs actifs de référence.

² Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (Committee on payment and settlement systems – CPSS), composé de représentants des banques centrales dont la Banque de France, contribue à renforcer les infrastructures des marchés financiers, par la promotion de systèmes de paiement, de compensation et de règlement, sûrs et efficaces.

³ L'Organisation internationale des commissions de valeurs – OICV (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) est une organisation internationale qui rassemble environ cent dix autorités de marché dans le monde, dont l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour la France.

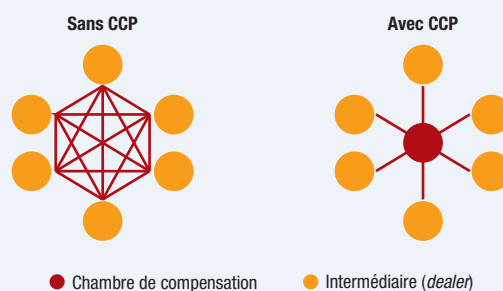
⁴ Montant notionnel à fin décembre 2011 : 648 trillions de dollars ; <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>

⁵ Échangés de gré à gré ou sur des marchés organisés

La compensation par contrepartie centrale : pour quoi faire ?

La compensation par contrepartie centrale est un dispositif essentiel de gestion des risques de contrepartie et de marché. Elle permet une diminution du niveau global des risques en effectuant le calcul des positions nettes ; la chambre de compensation devient acheteur pour tous les vendeurs et vendeur pour tous les acheteurs et garantit ainsi la bonne fin de l'exécution des transactions de ses membres. Son action est déterminante en cas de défaillance de l'un de ses membres, dans la mesure où elle se substitue au défaillant pour assurer le respect de ses obligations vis-à-vis des contreparties concernées.

Gestion des risques bilatérale et avec interposition d'une chambre de compensation



La mise en place d'une chambre de compensation réduit donc le nombre de transactions mais entraîne de nouvelles obligations. En effet, pour se protéger, la CCP demande des garanties dont le montant est adapté de manière fréquente pour prendre en compte l'évolution de son exposition vis-à-vis de ses membres. À cette fin, la chambre de compensation effectue des « appels de marges » au moins une fois par jour. En cas de défaillance d'un des membres et d'insuffisance des garanties (« marges individuelles »), la chambre de compensation peut faire appel à des ressources supplémentaires, notamment sous la forme de fonds de garantie mutualisés entre les membres de la chambre.

2

✓ Établir une obligation de compensation des transactions sur produits dérivés échangés de gré à gré standardisés⁶ auprès de contreparties centrales (*central counterparties* – CCP, également désignées comme chambres de compensation).

La compensation par contrepartie centrale est en effet un dispositif essentiel de gestion des risques de contrepartie et de marché, et permet une diminution du niveau global des risques en effectuant le calcul des positions nettes (cf. encadré *supra*).

La conséquence directe de la réalisation de ces objectifs sera un recours largement accru aux CCP et la création de TR pour les différents types de produits dérivés de gré à gré, qui font partie des infrastructures des marchés financiers⁷. Aussi, afin d'assurer pleinement une meilleure transparence et une plus grande sécurité des transactions sur produits dérivés, les dirigeants du G20 ont également souhaité un renforcement des normes qui leur sont applicables.

■ Les principes pour les infrastructures des marchés financiers

Pour atteindre les objectifs ainsi fixés par le G20, des réformes normatives et législatives majeures ont été nécessaires.

Ainsi, au niveau international, le Comité sur les systèmes de paiement et règlement (CPSS) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont entrepris, début 2010, de revoir les normes applicables à ces infrastructures (*financial markets infrastructures* – FMI) afin de leur permettre de mieux résister aux chocs financiers.

⁶ Les produits dérivés très spécifiques, élaborés sur mesure pour répondre à un besoin particulier, peuvent être quasiment uniques en leur genre et de ce fait, leurs potentialités d'échange peuvent être très faibles (très faible liquidité), car ils n'intéressent que peu ou pas d'autre acteur financier. Pour cette raison, il n'est pas possible de les compenser.

⁷ On appelle infrastructures des marchés financiers, les systèmes multilatéraux entre des institutions qui y participent, incluant l'opérateur du système, et qui sont utilisés pour assurer la compensation, le règlement-livraison, ou l'enregistrement de paiements, de titres ou d'autres transactions financières.

Ces infrastructures ont globalement 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 principes révisés CPSS-IOSCO, les *principes pour les infrastructures des marchés financiers* (PFMI).

✓ Par rapport aux corps de normes qu'ils remplacent ⁸, les principes désormais unifiés dans un seul document sont mis à jour, harmonisés, renforcés et étendus à une nouvelle catégorie d'infrastructure : les registres centraux de données. Ces normes 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 plusieurs participants.

✓ Ces principes comprennent également une révision des responsabilités des autorités compétentes dans la réglementation, le contrôle et la surveillance de ces infrastructures.

✓ Ils sont accompagnés d'une liste d'informations à publier par les gestionnaires d'infrastructures (*Disclosure framework for financial market infrastructures*) et de la méthodologie d'évaluation à destination des autorités (*Assessment methodology for the principles for FMIs and the responsibilities of authorities*). Ces deux documents complémentaires doivent être prochainement finalisés.

✓ Concrètement, outre des améliorations quant à l'organisation et la gouvernance interne des infrastructures, ces nouveaux principes visent principalement à :

- + renforcer la solidité des ces institutions face aux risques de crédit et/ou de liquidité ;
- + conforter la sécurité des clients des participants (ségrégation des positions des clients par rapport à celles de l'adhérent compensateur et transfert des positions des clients en cas de défaut d'un adhérent compensateur – « portabilité »).

Niveau de couverture des risques de crédit et de liquidité des FMI

En fonction du profil de risque des infrastructures, les ressources financières minimales applicables sont les suivantes :

	Risque de crédit (principe 4)		Risque de liquidité (principe 7)
Systèmes de paiement ou de règlement-livraison à règlement net différé	Garantie de règlement	« Cover all » ^{a)}	« Cover 1 » ^{b)}
	Pas de garantie de règlement et exposition des participants au risque de crédit résultant du processus de paiement, de règlement et/ou de compensation.	« Cover 2 » ^{c)}	
	Pas de garantie de règlement et absence d'exposition au risque de crédit pour les participants	Pas de couverture exigée	
Chambres de compensation (CCP)	Profil de risque complexe ou d'importance systémique dans plusieurs pays	« Cover 2 »	« Cover 2 » devrait être envisagé
	Autre	« Cover 1 »	

Source : Principles for financial market infrastructures (CPSS-IOSCO), avril 2012

a) « Cover all » : couverture de toutes les expositions actuelles et futures des participants

b) « Cover 1 » : couverture de l'exposition du participant présentant la plus importante exposition du participant et des expositions de ses entités affiliées (membres de son groupe)

c) « Cover 2 » : couverture de l'exposition des deux participants et des expositions de leurs entités affiliées, présentant les plus importantes expositions

⁸ Les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique (CPSS, 2001), les Recommandations pour les systèmes de règlement de titres (CPSS-IOSCO, 2001) et les Recommandations pour les contreparties centrales (CPSS-IOSCO, 2004)

Parallèlement, les nouvelles normes édictent un certain nombre de principes à destination des autorités demandant, en particulier, la mise en œuvre d'une surveillance coopérative pour les FMI transfrontières (responsabilité E).

Chaque pays membre du CPSS et de l'IOSCO devra adopter les nouvelles normes d'ici à la fin de l'année 2012 et les mettre en vigueur dès que possible. Les FMI quant à elles, sont tenues de respecter les principes dans les plus brefs délais suivant leur publication.

■ EMIR : la réponse européenne aux exigences du G20

En Europe, les orientations du G20 ont conduit à l'adoption du règlement dit EMIR (*European Market Infrastructures Regulation*), qui doit entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2013. EMIR définit les catégories de produits dérivés échangés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation et prévoit une obligation d'enregistrement de l'ensemble des transactions sur produits dérivés auprès des registres centraux de données. EMIR établit par ailleurs les règles à respecter par les CCP et les TR et définit les normes de fonctionnement, d'encadrement, de surveillance et de supervision de ces infrastructures, conformément aux PFMI.

Cadre général

EMIR introduit une obligation de compensation et une obligation de *reporting* très ambitieuses dont les grandes lignes sont les suivantes :

- ✓ pour l'ensemble des transactions sur produits dérivés (OTC et non OTC), obligation de *reporting* aux TR ou aux autorités compétentes nationales (pour les produits pour lesquels il n'y a pas de TR) pesant sur les contreparties financières, les CCP et toutes les entreprises non financières (*corporate*) ;
- ✓ pour les transactions sur produits dérivés OTC « éligibles », obligation de compensation selon le schéma exposé ci-contre. Il n'y a aucune exemption *a priori* d'un type de dérivés⁹. En revanche, des exceptions pour des contreparties spécifiques sont prévues (Système européen de banques centrales, entités publiques, la Banque des règlements internationaux, les transactions intragroupe).

L'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) tiendra un registre des classes de dérivés éligibles à la compensation et des CCP autorisées.

- ✓ Les transactions sur produits dérivés OTC qui ne seront pas soumises à une obligation de compensation devront néanmoins faire l'objet d'une confirmation électronique

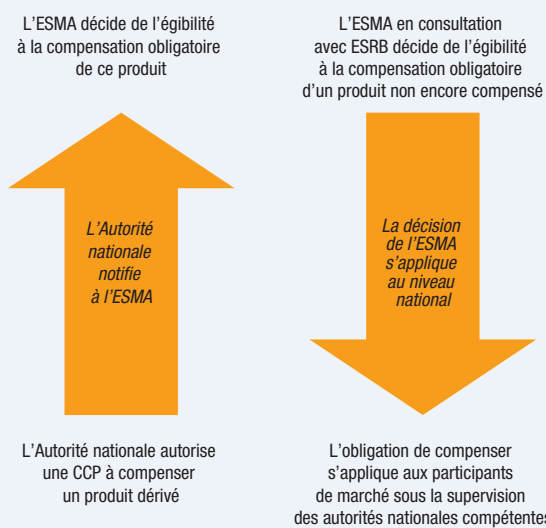
Ségrégation et portabilité

Cette nouvelle exigence vise à renforcer significativement la protection des investisseurs vis-à-vis de leur intermédiaire participant à une CCP. Il s'agit d'éviter que les avoirs des investisseurs soient confondus, au niveau de la CCP, avec les avoirs propres de leur intermédiaire, en cas de situation de faillite de ce dernier, (« ségrégation »). Il s'agit également de permettre que les avoirs et positions de l'investisseur puissent être transférés (« portabilité ») à un autre intermédiaire participant à la CCP en cas de défaut de l'établissement de crédit initial.

Dans ce but, les CCP doivent être en mesure de distinguer, opérationnellement¹ et juridiquement, les avoirs propres du participant de ceux de ses clients.

¹ Grâce à une structure de comptes appropriée

Approche « bottom up » et « top down »



⁹ Pour les dérivés sur devises, un considérant du règlement EMIR souligne néanmoins leur spécificité et le fait que le risque de règlement lié aux produits dérivés sur devises est plus pertinent que le risque de contrepartie. Le risque de règlement sur produits dérivés de change peut déjà être traité par des dispositifs adéquats, notamment de règlement « paiement contre paiement », qui permettent de lier sur le plan juridique et opérationnel le règlement des deux devises de la transaction.

(lorsqu'une solution existe), d'une réconciliation, d'une collatéralisation (fondée sur une valorisation à la valeur de marché « *marked to market* ») et de charges en capital pour les contreparties financières.

Dispositions relatives aux chambres de compensation

Largement fondé sur les PFMI, le texte soumet les CCP à un dispositif complet comprenant des règles de conduite rigoureuses et des exigences harmonisées sur les plans organisationnel et prudentiel.

Les exigences principales introduites afin d'assurer la robustesse et la sécurité des chambres de compensation concernent l'autorisation et leur supervision. En particulier, des collèges d'autorités compétentes (dont l'ESMA et les banques centrales d'émission des devises les plus importantes) sont institués pour chaque CCP.

En outre, sont prévues de strictes exigences prudentielles (appels de marge ; fonds de compensation calibré pour permettre de couvrir le défaut du plus gros participant ou de la somme du deuxième et du troisième, total des ressources financières de la CCP calibré pour lui permettre de couvrir le défaut des deux plus gros participants en pertes et en liquidité) ainsi que des règles obligatoires de ségrégation des positions et du collatéral associé entre les participants¹⁰.

Enfin, EMIR instaure un certain nombre de règles en matière d'organisation et de prévention des conflits d'intérêts.

Dispositions relatives aux registres centraux de données (TR)

Personnes morales établies dans l'Union européenne, les TR sont autorisés et surveillés par l'ESMA qui peut mener des inspections sur place.

L'ESMA peut également reconnaître des TR de pays tiers sous réserve du respect d'un certain nombre de conditions.

Une CCP est-elle un établissement de crédit ?

Le statut d'établissement de crédit pour les CCP n'est pas requis mais demeure une possibilité pour les États membres le souhaitant. En France, le cadre législatif exige formellement un statut d'établissement de crédit pour les CCP afin que celles-ci soient également soumises à la supervision prudentielle et aient accès aux financements de banques centrales. Ce statut d'établissement de crédit est un facteur essentiel de solidité des CCP.

5

Contacts : Service.de.presse@banque-france.fr

¹⁰ EMIR fixe également des exigences pour les liens d'interopérabilité entre CCP (principe d'accès non discriminatoire ; possibilité de ré-utilisation du collatéral des membres ; possibilité d'avoir des modèles de gestion des risques différents) mais les dispositions ne concernent que les produits au comptant.