



ALLIANCES, NOUVEAUX MARCHÉS ET NOUVEAUX PRODUITS DES CONTREPARTIES CENTRALES : RISQUES ET ENJEUX

CHRISTOPHE HÉMON *

Les contreparties centrales, connues également sous le vocable de chambres de compensation, sont actuellement au cœur de tous les débats qui occupent le monde de la finance, et ce, au même titre que les opérateurs de Bourses européennes. Pourquoi un tel maillon de la chaîne de négociation est-il considéré aujourd'hui comme un élément clé dans la façon dont les infrastructures de marché vont se restructurer en Europe, voire au-delà dans les mois qui viennent ? Faut-il une chambre de compensation unique en Europe, et si oui, quel modèle doit-on lui donner, tant en matière de gouvernance que de *business model* ? Et lorsque l'on a répondu à ces questions, plus compliqué encore, quelles sont les étapes intermédiaires et nécessaires pour y arriver ?

Si la question se pose encore au niveau des marchés - concentration *versus* compétition - avec les avantages et les inconvénients évidents associés à chacun de ces deux scénarios, il semble y avoir aujourd'hui consensus autour du principe d'une chambre de compensation unique pour l'Europe de demain.

LE PAYSAGE ACTUEL

On compte aujourd'hui 13 chambres de compensation en Europe, servant une soixantaine de marchés différents ; la plupart ont une

* Directeur général, LCH.Clearnet SA.

couverture purement locale et sont pratiquement mono produit - la plupart du temps le marché dérivé national - d'autres couvrent parfois également le marché réglementé des actions du pays considéré, certaines enfin, beaucoup plus rares, ont une couverture à la fois multi-pays et multi-marchés ; c'est le cas de LCH.Clearnet qui, déjà bien avant la fusion des entités anglaise et continentale, respectivement LCH et Clearnet, opérait pour différents marchés, différent pays et différentes classes de produits.

Cette fragmentation européenne est souvent pointée du doigt par les investisseurs internationaux qui soulignent la difficulté, la complexité et donc les coûts additionnels induits par une telle situation dès lors qu'il s'agit d'opérations transfrontières. Les chambres de compensation ne représentent pourtant qu'une faible partie de ces coûts, notamment des coûts directs - commissions de compensation - sur l'ensemble de la chaîne allant de l'envoi d'un ordre sur le marché jusqu'au dénouement de l'opération. De plus, les principales sources de coûts relèvent beaucoup plus des différences en matière réglementaires, juridiques, fiscales et des pratiques locales que du coût des infrastructures de marché elles-mêmes. Il est clair toutefois qu'une harmonisation des processus et des moyens d'accès à une chambre de compensation unique permettrait aux opérateurs, qu'ils soient clients directs ou opérateurs finaux, de rationaliser leurs *back-offices* et de profiter au maximum des économies d'échelle que procureraient des solutions entièrement automatisées inter-produits et inter-marchés.

QUELLE STRATÉGIE ?

Tout d'abord, y a-t-il une ou plusieurs stratégies ? La question peut sembler étrange à première vue. Il n'est pas question ici de plan A ou de plan B, mais beaucoup plus d'objectif et de *timing*. Il n'est pas sûr, en effet, que l'attente de nos clients et des marchés que nous servons soit la même en fonction des produits concernés. Les feux de l'actualité portent clairement aujourd'hui sur les marchés réglementés - *cash* et dérivés - ainsi que sur les produits de taux, mais n'oublions pas que LCH.Clearnet compense et garantit aujourd'hui les *swaps* ou des produits plus « exotiques » comme des kilowatt/heure, du fret maritime, des contrats sur les plastiques ou des permis d'émission de CO₂. Il n'est pas évident que la même stratégie s'impose pour l'ensemble de ces produits. Là où la concentration pure et simple peut être envisagée au travers de fusion par exemple, d'autres modèles peuvent s'imposer comme solutions alternatives tout à fait viables à court et moyen termes.



L'INTEROPÉRABILITÉ DE DEUX CHAMBRES DE COMPENSATION

LCH.Clearnet a déjà mis en œuvre par deux fois ce mécanisme d'interopérabilité, tant dans le domaine des actions où les acteurs sur Virt-X ont le choix de faire compenser leurs opérations chez LCH.Clearnet Ltd ou chez X.clear, la chambre de compensation suisse, que dans le domaine des produits de taux où le même choix est offert pour les opérateurs du marché MTS Italie qui peuvent faire compenser et garantir leurs flux chez LCH.Clearnet SA ou chez CC&G, la contrepartie centrale italienne.

Dans les deux cas, chaque chambre de compensation agit comme un super-concentrateur de flux vis-à-vis de son homologue, les positions nettes résiduelles entre les deux chambres faisant l'objet d'appels de marges réciproques, pas forcément équilibrés puisque les évolutions de marché peuvent conduire à des gains ou des pertes potentiels portant sur lesdits soldes nets. Dans la plupart des modèles existants, il y a étanchéité entre les deux chambres de compensation, à savoir que chaque contrepartie centrale ne prend en charge que la défaillance de ses propres membres et de son homologue, mais pas celle des compensateurs de l'autre chambre de compensation ; de cette manière, il n'y a pas mutualisation des risques entre les deux populations de compensateurs.

De tels modèles impliquent, *a minima*, que les deux chambres de compensation se soient accordées sur un certain nombre de dispositions communes, principalement en matière de gestion des risques et de procédures opérationnelles. Pas question, en effet, qu'il y ait compétition entre les deux entités qui pourrait conduire à une dérivation des flux vers le moins disant en matière de sécurité. Ces modèles nécessitent un arsenal juridique et contractuel important au niveau des deux contreparties centrales, mais présentent, aux yeux des utilisateurs, un certain nombre d'avantages, notamment le fait qu'ils ont la possibilité d'opérer sur un marché au travers de processus de compensation connus, principalement en matière de moyens d'accès, de connectique et de *reporting*.

Ces modèles de coopération compétitive - de « coopération » selon l'expression à la mode - quelles que soient leurs déclinaisons juridiques ou opérationnelles, ont pour principal avantage de répondre aux besoins des marchés de toucher à la fois des acteurs internationaux sans se couper des acteurs locaux. Dans les exemples évoqués supra, X-clear et CC&G ont pour vocation naturelle à traiter les opérateurs nationaux, alors que LCH.Clearnet est *de facto* la chambre de compensation qui accueille les grands acteurs internationaux.



LA FUSION DE CHAMBRES DE COMPENSATION

Là encore, de façon un peu paradoxale, on peut considérer qu'il y a plusieurs modèles de fusion. LCH.Clearnet SA était le résultat de la fusion juridique des chambres de compensation néerlandaise, belge et portugaise au sein de Clearnet, la chambre de compensation française. Ainsi les marchés *cash* et dérivés Euronext d'Amsterdam, de Bruxelles et de Lisbonne avaient-ils délégué la compensation et la garantie de leurs opérations à la contrepartie centrale parisienne. À l'inverse, LCH.Clearnet résulte aujourd'hui des apports au sein d'une *holding* commune, des actifs de LCH d'un côté et de Clearnet de l'autre, chaque entité restant juridiquement indépendante, notamment vis-à-vis de ses régulateurs, mais agissant comme une chambre de compensation virtuelle unique. Cette notion de « CCP virtuelle » est d'ailleurs tout l'enjeu de l'intégration actuelle de LCH.Clearnet qui est en train de rationaliser ses structures, ses outils, ses processus opérationnels et ses moyens d'accès afin de fournir un service intégré à ses clients, quelle que soit leur localisation, les marchés sur lesquels ils sont actifs ou l'encadrement juridique sous lequel ils ont choisi d'intervenir.

UNE CHAMBRE DE COMPENSATION EUROPÉENNE ?

Appelée de leurs vœux par la plupart des *brokers* et des grandes banques de la planète, à quoi devrait ressembler cette chambre de compensation européenne ?

La gouvernance : le débat entre *for profit* et *utility* n'est sans doute plus de mise aujourd'hui où il semble que les vertus d'un modèle mixte soient enfin reconnues. Une chambre de compensation qui bénéficie d'une situation de quasi-monopole doit bien évidemment être *user governed* en associant étroitement ses clients aux choix stratégiques et technologiques de l'entreprise. En revanche, le statut d'entreprise commerciale est très certainement la forme la plus sûre pour permettre d'envisager les investissements nécessaires à la réalisation et au déploiement de cette structure. Cette chambre de compensation européenne - appelons là ECH pour *European Clearing House* - devrait donc s'attacher à pratiquer une politique de ristournes, de discounts ou d'ajustements tarifaires dès lors qu'une juste rémunération des actionnaires aurait été atteinte et après financement de ses projets, notamment informatiques. Son actionnariat devrait être partagé entre ses partenaires, Bourses et plates-formes de règlement-livraison pour celles qui le souhaitent, et ses clients, ces derniers devant naturellement représenter la majeure partie du capital.

Une telle gouvernance devrait permettre à ECH d'évoluer dans une totale neutralité vis-à-vis des Bourses ou apporteurs d'affaires et des



plates-formes de règlement-livraison. Dans certains cas, et ce, afin de protéger l'innovation et la propriété intellectuelle, certains arrangements exclusifs pourraient être envisagés sur de courtes périodes avec tel ou tel partenaire, qu'ils se trouvent en amont ou en aval de la chaîne.

Le modèle opérationnel : il ne doit y avoir aucune ambiguïté quant au modèle opérationnel de ECH, ce qui implique une claire définition des fonctionnalités couvertes par chacun des éléments de la chaîne allant du *trading/matching* au *settlement* en passant par le *clearing*, et ce, principalement pour les opérations sur valeurs mobilières.

Il apparaît clairement dans les missions d'ECH de gérer en temps réel la réception des négociations en provenance des marchés et des plates-formes d'appariement reconnues par elle et de confirmer aux dits marchés ainsi qu'aux négociateurs et/ou compensateurs la prise en charge de la compensation et de la garantie au travers du processus de novation.

Les positions doivent être tenues en temps réel et chaque membre compensateur doit être en mesure de pouvoir les consulter afin d'apprécier son risque vis-à-vis de ses clients, qu'ils soient clients finaux ou négociateurs purs.

ECH doit également offrir à ses clients une structure de comptes suffisamment flexible pour leur permettre de gérer, *a minima*, les principes de ségrégation correspondant aux pratiques en vigueur dans chaque marché. Cette structure de comptes devrait également permettre aux membres compensateurs de gérer différents niveaux d'agrégation en matière de gestion de positions, de calcul de risques et de préparation des soldes à envoyer au dénouement sur les plates-formes de règlement-livraison. Sur ce dernier point, LCH.Clearnet offre déjà une flexibilité maximale en permettant à ses membres de diriger leurs instructions sur le (ou les) compte(s) - ou sous-comptes - désignés par eux sur la (ou les) plate(s)-forme(s) de règlement-livraison de leur choix, dès lors, bien entendu, que les plates-formes en question sont en mesure de traiter les titres en question. La fonction de dénouement doit, bien entendu, pouvoir être sous-traitée par les participants qui le souhaitent.

Même si la tendance sur les marchés va vers une généralisation du *netting* en matière de dénouement, ECH doit également pouvoir offrir la possibilité de dénouer en brut leurs opérations aux membres qui le souhaitent.

En liaison avec les régulateurs et les plates-formes de règlement-livraison, ECH doit mettre en œuvre toutes les mesures appropriées - procédures de rachat, pénalités... - devant contribuer à une discipline de marché efficace en matière de règlement-livraison, il en va de la sécurité et de la réputation des marchés concernés.

Lorsque plusieurs marchés traitent des valeurs identiques et sous



réserve, bien évidemment, de l'accord des dits marchés, ECH offrira une fongibilité des positions, quelle que soit la provenance des opérations, y compris lorsqu'il s'agit de négociations effectuées en gré à gré.

En matière de risques, ECH doit s'attacher à fournir des solutions de calculs de risques intégrés permettant de limiter les marges devant être appelées à ses compensateurs ; pour ce faire, elle utilisera une méthodologie capable d'apprécier les effets de corrélations entre différents produits ou différentes classes de produits compris dans un portefeuille de positions donné.

De la même manière, ECH favorisera toute solution permettant à ses compensateurs de gérer efficacement et d'optimiser leur collatéral, dans la mesure, bien sûr, où cela respectera les critères internationaux en matière de séparation des avoirs détenus en compte propre de ceux des clients. Cette optimisation du collatéral des membres compensateurs s'effectuera tant par la diversité des collatéraux acceptés par ECH elle-même que par l'intermédiaire de solutions fournies par d'autres infrastructures de marché telles que certaines plates-formes de règlement-livraison ou certaines banques centrales.

Dans le prolongement des travaux du groupe Giovannini visant à supprimer les barrières à l'établissement d'un marché européen « national », la première barrière identifiée est relative aux moyens d'accès tant aux plates-formes de règlement-livraison qu'aux chambres de compensation. Il est ainsi recommandé que ces entités puissent offrir à leurs clients la possibilité de dialoguer selon des protocoles et des standards internationalement reconnus, notamment la norme ISO 15022/20022. Il va de soi qu'en matière de connectique, ECH fournira des solutions compatibles avec ces standards, dès lors que les dites normes seront en mesure de couvrir l'ensemble du spectre fonctionnel des échanges entre une chambre de compensation et ses membres. Cette notion de moyens d'accès est d'autant plus importante que c'est vraisemblablement dans l'utilisation de fonctions STP que nos clients pourront réaliser les principales économies en matière de traitement des opérations post-marché.

La sécurité doit bien évidemment être le maître mot d'une chambre de compensation. ECH doit donc remplir les plus hauts standards en matière de résilience de ses systèmes de production et de ses moyens d'accès. En cas de sinistre, elle doit également faire la preuve de sa capacité à redémarrer ses activités sur un centre de secours dans les meilleurs délais afin d'assurer l'intégrité du marché.

QUELS OBSTACLES ?

On peut s'interroger sur les obstacles qui font qu'une telle chambre de compensation n'ait pas encore vu le jour.



En premier lieu, l'hétérogénéité des encadrements juridiques, réglementaires et fiscaux représente l'un des freins les plus importants à l'émergence d'un marché unique et, *a fortiori*, d'une chambre de compensation unique.

De la même manière, le fait que la notion de passeport européen n'ait pas été étendue au métier de la compensation représente un obstacle majeur au développement des activités de *clearing* à l'échelle européenne. Chaque fois qu'un nouveau participant souhaite devenir adhérent à une chambre de compensation en étant le premier représentant de son pays, les régulateurs doivent s'entendre de façon bilatérale, notamment sur les futurs échanges d'information qu'ils devront mettre en place, ce qui rend la démarche souvent longue et complexe.

Principal obstacle également, les liens très forts, capitalistiques ou techniques, qui existent parfois entre certaines chambres de compensation et leur marché national, voire avec leur plate-forme de règlement-livraison nationale, formant ainsi une sorte de « silo » dont les différents éléments sont difficilement séparables.

Nous ne devons pas sous-estimer non plus les réticences nationales qui peuvent naître face à l'idée d'une chambre de compensation européenne qui signifierait presque automatiquement la disparition de l'entité locale ; ceci est d'autant plus vrai que certains pays ont fait récemment l'investissement de la mise en place d'une telle structure de marché et qu'ils entendent amortir leurs investissements.

Le modèle opérationnel de ECH, où les rôles sont parfaitement identifiés entre les différents acteurs de la chaîne négociation-compensation-règlement-livraison, ne correspond pas toujours à certains autres modèles où des fonctions de compensation ont parfois été déléguées, soit au marché en amont, soit à la plate-forme de règlement-livraison en aval du pays concerné. Une harmonisation des processus fonctionnels et opérationnels peut nécessiter alors de remettre en cause à la fois des pratiques locales, mais aussi parfois des équilibres financiers entre les différentes entités.

Comme dans toute harmonisation enfin, certains acteurs locaux, n'ayant pas d'ambitions internationales, peuvent représenter un frein au processus d'intégration. En effet, si les acteurs internationaux voient très clairement les bénéfices qu'ils peuvent retirer d'un modèle harmonisé traitant de façon identique l'ensemble des marchés sur lesquels ils sont actifs, en revanche les participants ayant une activité exclusivement nationale voient le plus souvent les évolutions comme des contraintes entraînant des coûts, sans réel retour sur investissement.



QUELLE ÉCHÉANCE ?

À quel horizon peut-on espérer voir la création de ECH ? Même si les 3 à 4 années qui viennent seront particulièrement riches en événements (MIFID, TARGET 2, SSE/ESES/SP, intégrations cash, produits de taux et dérivés de LCH.Clearnet...) on peut raisonnablement espérer que la volonté affichée des acteurs parvienne à vaincre les principaux obstacles identifiés à ce jour. En matière d'intégration, le rythme d'implémentation dépendra principalement de l'arbitrage qui sera fait entre standardisation et optionalités.

Le monde des moyens de paiement en euro aura vraisemblablement achevé son intégration fin 2007 selon le calendrier prévisionnel de Target 2, encore faudra-t-il y ajouter les 4 ans de la période dite de transition qui devrait permettre à certains pays de connecter leurs banques commerciales ou leurs systèmes exogènes à la nouvelle plateforme commune. Il n'est donc pas scandaleux de voir que l'harmonisation des activités de post-marché en matière de titres par exemple, autrement plus diversifiées et complexes que celles d'un produit unique et d'une parfaite fongibilité, puisse prendre encore un peu plus de temps. La question est maintenant de savoir si nous passerons par une ou plusieurs étapes d'interopérabilité ou autres modèles de coopérations renforcées comme le *cash* l'a connu avec Target 1 qui aura vécu 10 ans ou si nous irons directement vers une chambre de compensation unique. La réponse n'est sans doute pas unique selon que l'on s'adresse à des classes de produits matures comme les actions, les titres de taux et leurs dérivés d'une part où la concentration des flux est un élément déterminant dans les économies qui peuvent être dégagées par les opérateurs ou bien si l'on s'intéresse à des produits nouveaux à faible volumétrie où des stratégies de « niche » pourraient subsister encore un certain temps.

Comme tout type d'industrie, les chambres de compensation doivent arbitrer dans leur politique d'extension entre innovation et compétitivité, mais vient s'ajouter à cela une composante supplémentaire liée à la nature même de son métier, à savoir la sécurité et la gestion des risques ! En tant que garant final des opérations de marché, toute évolution ne pourra se faire que dans le cadre d'un risque parfaitement maîtrisé, tant au niveau des outils et des processus opérationnels que dans l'approche financière des investissements réalisés.

La route est sans doute encore longue vers ECH, mais gageons que l'actuel LCH.Clearnet en sera l'un des éléments constitutifs déterminant et probablement sa future base.