

# LA COMPENSATION DES PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS EST-ELLE LA PANACÉE ?

MICHEL CASTEL \*

Pendant les quinze dernières années, les pays occidentaux et l'Europe tout particulièrement, obsédés par le développement des marchés financiers et le renforcement de la concurrence, ont négligé le rôle de la compensation, cœur de la sécurité des transactions sur titres par leur traitement centralisé permettant de supprimer le risque de contrepartie<sup>1</sup>.

65

Il a fallu la crise et la prise de conscience de la dimension phénoménale des risques de contrepartie sur les dérivés de toute nature négociés de gré à gré pour que l'idée de recourir à une compensation organisée fasse l'objet d'une préconisation forte du G20 : « D'ici à la fin de l'année 2012 au plus tard, tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges, ou *via* des plates-formes de négociation électronique, et compensés par des contreparties centrales. Ces contrats devront faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés (*trade repositories*). Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées ».

Pour comprendre la nature des enjeux, rappelons quelques données. Le marché des produits financiers dérivés représente plus de 600 000 Md\$, soit rien de moins que dix fois le PIB mondial ! Or, la plupart des « accidents financiers » de ces deux dernières années ont impliqué les marchés dérivés, *via* la technique de la « titrisation » et le transfert - avec des effets de levier considérables - des risques de

---

\* Chargé de cours en Master 2 banque, finance, assurance, université Paris Ouest Nanterre La Défense.

crédit, des risques de taux et de change notamment. La négociation des neuf dixièmes des produits dérivés se réalise sur des marchés de « gré à gré », c'est-à-dire sur des marchés qui ne sont pas centralisés. Alors que l'ensemble de l'offre et de la demande de produits standardisés est centralisé sur les Bourses, les échanges sont bilatéraux sur les marchés de gré à gré et portent sur des opérations généralement non standardisées. Ces opérations réalisées de gré à gré ne permettent pas une vue d'ensemble précise des transactions et des risques qu'elles comportent. Elles réduisent *de facto* la liquidité potentielle des produits par une fragmentation extrême des transactions. Plus grave encore, ces opérations bilatérales laissent le risque entier sur la contrepartie des transactions. Or, celles-ci peuvent un jour s'appeler LTCM, Amaranth<sup>2</sup> - fonds spécialisé dans les dérivés sur l'énergie -, Lehman Brothers, ou AIG... avec les conséquences que l'on sait. C'est pourquoi, maintenant, les gouvernements et les autorités financières préconisent une inversion des modes de règlement privilégiant *de facto* non plus le gré à gré, mais la compensation sur des marchés réglementés, ce qui a notamment l'extrême mérite de supprimer le risque de contrepartie.

À fin du mois de juin 2009, selon la Banque des règlements internationaux (BRI), les 605 000 Md\$ notionnels (683 000 Md\$ en juin 2008) se répartissaient notamment en 437 000 Md\$ pour les dérivés de taux, 49 000 Md\$ pour les dérivés de change, 36 000 Md\$ pour les risques de crédit (*credit default swaps* - CDS) (57 000 Md\$ en juin 2008), 3 700 Md\$ pour les dérivés sur les marchandises, 6 600 Md\$ sur les actions. Ces chiffres phénoménaux généreraient 25 000 Md\$ d'exposition nette pour les différents intervenants (33 000 Md\$ à 35 000 Md\$ en juin 2008), dont environ la moitié pour les seuls risques de crédit. Après une prise en compte des garanties en titres ou en *cash* que les intervenants s'accordent, le risque ultime serait compris entre 1 000 Md\$ et 4 000 Md\$.

Après la faillite de Lehman Brothers et les énormes problèmes d'AIG, la préoccupation majeure des gouvernements et des régulateurs s'est focalisée sur les dérivés de crédit - sans doute les plus dangereux -, puis s'est étendue à l'ensemble des dérivés, aux États-Unis d'abord, puis en Europe ; ce que le G20 a acté.

Donc à la fin de l'année 2012, normalement, les chambres de compensation se substituant aux opérateurs (par novation des contrats), les risques sur de nouveaux AIG, Lehman Brothers, ou Merrill Lynch n'existeront plus sur les produits dérivés standardisés. De nombreux opérateurs compensent déjà les CDS standardisés depuis le deuxième semestre 2009. Il y a une véritable bataille sur ce terrain entre au moins sept groupes (ICE Group, CME Group, Nyse Euronext, Eurex, Depository Trust and Clearing Corporation - DTCC...), pour ne parler

que des États-Unis et de l'Europe, avec alliances et contre-alliances (cf. celles qui concernent LCH.Clearnet). Mais cette centralisation des produits dérivés pourrait néanmoins produire un nouveau type de risque systémique tout aussi considérable dans le futur. D'une part, la suppression du risque de contrepartie favorisera nécessairement la multiplication de ces opérations et ce n'est pas sûr qu'il soit sain de favoriser encore un peu plus la déconnection du financier et du réel ; d'autre part, cette suppression va faire naître un risque nouveau portant sur les chambres de compensation elles-mêmes. Ce dernier risque viendra de la multiplicité des chambres de compensation en concurrence et du fait qu'elles n'ont pas, et n'auront sans doute pas, ni une surface financière à la hauteur des risques assumés, ni un actionnariat susceptible de les renflouer en cas de crise majeure.

Avant d'aller plus loin dans l'explicitation de ces risques, faisons une comparaison. Cette réforme peut, à son corps défendant, accroître les risques, comme cela a été le cas avec les rehaussements de signature par les assureurs *monolines*, mais aussi et surtout comme cela a été le cas avec les garanties données par les agences fédérales américaines Fannie Mae et Freddy Mac. Sans ces dernières, jamais autant de crédits hypothécaires n'auraient été titrisés au cours des vingt dernières années et les dérapages de la période 2005-2007 n'auraient pas eu lieu. Les risques pris par ces organismes étaient en effet sans commune mesure avec leur surface financière et ce n'est que parce que le Trésor américain s'est déclaré prêt à injecter, le 7 septembre 2008, 100 Md\$ dans chacune de ces deux agences et les a mises sous tutelle que l'on a pu éviter l'effondrement de grands acteurs financiers occidentaux, le marché hypothécaire américain garanti par ces agences et largement titrisé étant supérieur à la dette publique américaine<sup>3</sup>.

C'est ce qui risque d'arriver si l'on n'y prend pas garde avec le passage de l'essentiel des produits dérivés par des chambres de compensation lors d'une nouvelle crise financière systémique qui ne pourra pas ne pas se produire à l'avenir, quand bien même la robustesse du système financier mondial serait fortement renforcée.

Après avoir poussé à la démutualisation des Bourses et des structures de postmarché, et les avoir fragilisées par l'incitation à créer des plateformes de négociation ou même à traiter les ordres en interne, on va demander aux chambres de compensation d'être le garant en dernier ressort des risques de tous les produits dérivés, hormis les contrats non standardisés. Or, leur configuration actionnariale et leur surface financière étaient établies pour compenser essentiellement les actions, même si depuis peu, certaines interviennent sur d'autres instruments (mais dont le total représente moins du dixième des opérations, comme indiqué ci-dessus). Compte tenu des questions qui focalisent actuel-

lement l'essentiel des préoccupations des acteurs et des régulateurs - périmètre et caractéristiques de la standardisation, autorités en charge de la supervision, charges en capital additionnel pour les contrats de gré à gré... - et des difficultés considérables qui seront rencontrées pour renforcer les fonds propres des différentes chambres de compensation<sup>4</sup>, sans parler d'approches différentes entre les États-Unis et l'Europe, il est plus que probable que lesdites chambres aient des fonds propres certes significatifs<sup>5</sup>, mais assurément insuffisants face à une crise systémique.

Pour ce qui concerne le risque lié à l'actionnariat, à l'exception de la DTCC aux États-Unis, qui est toujours une structure mutualiste, les principales chambres de compensation existantes sont des sociétés commerciales classiques, parfois contrôlées par un actionnaire majoritaire, mais détenues de plus en plus souvent par des consortiums associant des Bourses, des grandes banques, des fonds d'investissement, ainsi que des courtiers ; certains de ces investisseurs pouvant également être actionnaires de Bourses et/ou de chambres de compensation concurrentes, voire parties prenantes à la création des multiples plateformes de négociation apparues depuis ces deux dernières années et concurrençant directement les Bourses<sup>6</sup> ! Or, ces deux formes d'actionnariat sont porteuses de risques systémiques. En effet, en cas de choc majeur sur un ou plusieurs marchés, les chambres de compensation, généralement dotées de fonds propres relativement limités par rapport aux risques véhiculés par ces dérivés, n'auront plus d'actionnaires susceptibles de les soutenir, contrairement au temps où les Bourses (et les acteurs du « postmarché » qui leur étaient liés) étaient des structures de place de type coopératif ou mutualiste.

En cas de crise majeure, dans le cas du contrôle par un actionnaire majoritaire simultanément opérateur de marché et coté, le marché saura qu'il est l'actionnaire de référence d'une chambre de compensation particulièrement exposée aux risques systémiques. Il risque d'être mis sévèrement en difficulté. Dans le cas du contrôle par de nombreux utilisateurs détenteurs chacuns de parts très faibles (par ailleurs non tenus par un pacte d'actionnaires), aucun ne se sentira dans l'obligation de soutenir ladite chambre de compensation.

En temps ordinaire, les utilisateurs-actionnaires précités pèseront très fortement pour réduire les coûts qui leur seront facturés et feront jouer la concurrence entre les chambres de compensation pour obtenir des réductions sur les dépôts de garantie et sur les appels de fonds. Bien évidemment, ils la feront également jouer pour les garanties qu'ils apporteront (*collaterals*)<sup>7</sup>. Plus grave, en cas de crise, les utilisateurs continueront à faire des arbitrages et cela pourrait amener les chambres de compensation à ne pas pouvoir relever les appels de marge au niveau exigé par les très fortes turbulences rencontrées. En cas de problème

de liquidité pour un ou plusieurs des intervenants, voire même en cas de défaillances, et faute d'avoir des actionnaires prêts ou capables de faire leur devoir, ces chambres de compensation seront elles-mêmes en quasi-faillite<sup>8</sup>. En effet, il faut se rappeler qu'elles n'ont pas le privilège des banques centrales de pouvoir prendre des risques presque sans limites grâce à leur pouvoir de création monétaire et à leur adossement de fait à des États. Il leur faudrait déboucler les opérations faites au lieu et place de la partie défaillante entraînant des pertes avoisinant l'insuffisance d'appel de marge, voire, dans des cas extrêmes, de tout ou partie de cette marge sur des produits à très forte volatilité surtout en cas de crise systémique.

Accepter que les chambres de compensation prennent des risques disproportionnés par rapport à leur surface financière, ou leur permettre un refinancement quasi illimité auprès des banques centrales seraient une fuite en avant très risquée<sup>9</sup>.

Le syndrome de Fannie Mae et de Freddy Mac existe dans ce dossier ! En outre, il pourrait prendre une tournure encore beaucoup plus dramatique dans l'Union européenne puisque, pour des montants qui pourraient être également très élevés, il ne s'agira pas de mobiliser les ressources d'un seul État, mais de décider du ou des pays de l'Union européenne (ou de la zone euro) qui seraient appelés pour assurer le nécessaire sauvetage d'une structure de quasi-utilité publique à vocation transnationale<sup>10</sup>. Cette question n'est certes pas spécifique à la compensation, puisque cette dimension majeure du traitement de la défaillance de grands groupes bancaires européens n'a pas pu aboutir jusqu'à présent, le pouvoir des superviseurs s'arrêtant à la mise en jeu possible des budgets nationaux.

Pour que la compensation des dérivés par des chambres de compensation sécurise vraiment les marchés financiers, il faudrait imposer la création d'une structure de réassurance obligatoire pour toutes les chambres ou la création d'un « super fonds de garantie », pour en faire un pare-feu capable de résister aux chocs les plus violents. Certes, on peut ne pas traiter vraiment la question et laisser le problème aux États. Ce ne serait pas une nouveauté... Il manquerait néanmoins un maillon essentiel dans l'architecture de l'après-crise et une source d'aléa moral considérable serait ainsi instillée dans la sphère financière.

La Commission européenne, les autorités américaines<sup>11</sup>, le Comité de stabilité financière (d'ailleurs mandaté par le G20), pour ne citer qu'eux, travaillent activement à la construction d'un meilleur environnement juridique et économique pour accompagner le passage du gré à gré vers des compensations par des contreparties centrales organisées pour les marchés des dérivés. C'est un acquis considérable qui ne doit toutefois pas s'arrêter en cours de chemin, faute de

sécuriser au mieux les chambres de compensation, cœur du dispositif. Les enjeux que potentiellement elles peuvent receler commencent à être bien vus. Il faut souhaiter que les dispositifs retenus soient à la hauteur de ces enjeux.

## NOTES

1. La directive relative aux services d'investissement du 10 mai 1993 comme la directive MIF (marchés d'instruments financiers) du 20 avril 2004 ont fait l'impasse sur les activités de règlement-livraison et de compensation. La question des dépositaires a néanmoins été très travaillée dès les années 2001 et 2003, suite aux deux rapports Giovannini. Ce n'est qu'en 2006-2007 qu'un code de bonne conduite a été publié pour les chambres de compensation. Dans les deux cas, le but poursuivi était de peser sur les coûts et de renforcer la concurrence dans ces deux activités de postmarché.

2. *Hedge fund* spécialisé dans les contrats à terme et les options sur l'énergie (dont le gaz qui a précipité sa chute en septembre 2006).

3. À la fin du mois de décembre 2009, toujours en difficulté, il a même été décidé que ces agences auraient accès à une aide illimitée de la part des autorités fédérales américaines.

4. C'est-à-dire le contraire du rachat d'actions par LCH.Clearnet à l'automne 2009, après l'échec d'un rapprochement avec DTCC et lors d'une tentative de prise de contrôle par le consortium Lily Group constitué de 14 entreprises financières et du London Metal Exchange.

5. En Europe, les chambres de compensation sont soumises aux autorités prudentielles, en tant que banques ou sous un statut *ad hoc*. Toutefois, leur profil de risque étant très différent de celui des banques, elles respectent des exigences différentes de celles de Bâle II.

6. On citera Eurex Clearing détenu par Deutsche Börse comme correspondant au premier type d'actionnariat ; LCH.Clearnet, CME Clearing, ICE Clear Europe, Bclear, European Multilateral Clearing Facility (détenu par Fortis jusqu'en octobre 2009), ICE Trust et International Derivatives Clearing Group aux États-Unis, comme correspondants au second type d'actionnariat qui associe plus ou moins largement des utilisateurs multinationaux à un opérateur *leader* (ICE, CME, Nyse Euronext, Nasdaq OMX...).

7. Ainsi, pour la nouvelle plate-forme de négociation alternative de Nyse Euronext à Londres, son responsable Europe, Cees Vermaas, déclarait : « Notre intention est de donner aux utilisateurs de notre plate-forme un choix de chambres de compensation. Ils bénéficieront ainsi de la concurrence entre ces fournisseurs avec des risques et des coûts moins élevés et une plus haute qualité de services » (*Les Echos* du 9 octobre 2008).

8. Le modèle dominant des chambres de compensation est d'en faire des entités au service des utilisateurs équilibrant leurs comptes, mais ne cherchant pas à faire des bénéfices. On parle de *non-profit model*, ou *at cost*, un peu comme dans les structures mutualistes dans lesquelles on cherche plus à satisfaire au moindre coût les besoins des membres plutôt que de réaliser des profits. Sauf que dans un système mutualiste, les sociétaires peuvent être appelés au renflouement de l'entreprise (mutualiste), ce qui n'est pas le cas ici.

9. Comme le préconise Xavier Rolet, directeur général du London Stock Exchange, dans un article intitulé « Urges Safeguards on Clearing Houses » paru dans le *Financial Times* du 29 décembre 2009 : « La BRI ne l'exclut pas non plus en envisageant que les chambres de compensation puissent faire appel à l'argent public en cas de crise systémique ».

10. On vise ici plus spécialement la ou les (deux ?) chambres de compensation sises en Europe pour traiter les opérations en euros, comme l'a demandé la Banque centrale européenne (BCE) dès décembre 2008, et soumises à la supervision d'une autorité européenne.

11. La Commission européenne prévoit d'adopter une directive sur la compensation au cours de l'année 2010, l'administration américaine prévoit notamment de soumettre les chambres de compensation à la surveillance de la Federal Reserve.