

LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE DU MATIF

GÉRARD PFAUWADEL,

PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL, MATIF SA

Un marché à terme, tel le Marché à Terme International de France (MATIF), est une organisation qui permet à des personnes qui en éprouvent l'intérêt de passer des contrats prévoyant la livraison à terme, ferme ou optionnel, d'une denrée ou d'un actif et fixant le prix de ces denrées ou actifs.

Au regard de contrats comparables qui peuvent ordinairement être conclus de gré à gré, le marché à terme possède deux avantages déterminants.

Le premier de ceux-ci réside dans la liquidité du marché du contrat et dans la transparence du processus de formation des prix obtenus par la centralisation de la négociation sur un lieu physique (parquet de négociation) ou virtuel (négociation électronique).

Le second avantage est la sécurité financière qu'offre le marché à terme à ses opérateurs. Celle-ci recouvre l'ensemble de règles et mécanismes mis en place et dont le but est de garantir à un preneur de position (partie prenante à un contrat) que les clauses de son contrat négocié seront respectées. Par exemple, dans quelle mesure un opérateur peut-il espérer récupérer le dépôt de garantie par lui versé au moment de la prise de position, lorsque cette position est dénouée ?

Ces règles et ces mécanismes sont avant tout le résultat de l'expérience tirée du fonctionnement au jour le jour des marchés : les routines, les accidents, les crises ont forgé l'organisation.

La sécurité financière des marchés à terme repose sur trois mécanismes de sécurité, tous trois en éveil permanent, mais qui, dans l'hypothèse d'une crise, sont mis en œuvre successivement. C'est pourquoi on peut figurer ces mécanismes comme autant de remparts dont le franchissement complet entraînerait la défaillance du marché, à savoir l'impossibilité de régler leurs créances aux créanciers.

Avant d'aborder la description de ces « remparts », rappelons quelques notions d'organisation des marchés à terme.

1) Une fois les transactions effectuées suivant une technique donnée (cristallisation, électronique, etc.), les contrats sont enregistrés par une chambre de compensation. Dès lors, ces contrats sont réputés conclus entre la chambre de compensation et les opérateurs, lesquels peuvent être les opérateurs finaux (compensation en brut) ou des intermédiaires compensateurs (compensation intermédiée).

2) Ainsi la chambre de compensation devient, au fur et à mesure de l'enregistrement des transactions, la contrepartie universelle du marché. C'est donc dans la qualité de l'organisation des relations entre celle-ci et ses contreparties que réside la qualité de la sécurité financière du marché. Une défaillance du marché, en effet, ne peut être provoquée que par celle de certains des intervenants.

Les trois principes de sécurité sont les règles de la compensation, la limitation des risques, la solvabilité des compensateurs.

Les règles de la compensation

Ces règles sont très anciennes. Elles sont, partout, au nombre de trois.

148

Première règle : payer ses dettes sans délai

Toute prise de position sur un contrat donne lieu, à mesure que le temps s'écoule, à l'apparition d'une créance ou d'une dette virtuelles de l'opérateur vis-à-vis du marché.

Cette créance ou cette dette résultent de la réévaluation, à un instant donné, des contrats au prix du marché, quel que soit le mode de création : fixing, cotation en continu par intervalles, cotation en continu sans interruption. La première règle de la compensation indique que, dans le cas d'une dette, celle-ci doit être réglée sans délai ; il s'agit de l'appel et du règlement des marges.

Le motif de ce mécanisme est de ne pas laisser les dettes s'accumuler et, ce faisant, de minimiser le montant d'un non-paiement éventuel.

Dans la pratique, le cycle de compensation, à savoir le délai qui sépare habituellement deux « observations » du prix du marché, donc deux appels de marges, est de 24 heures. Le cycle de compensation constitue un compromis entre l'impératif de sécurité, qui tend à le raccourcir, et le niveau technologique atteint par, d'une part la capacité de calcul automatisé de la bourse et, d'autre part, le système de règlement espèces de la place¹. Cela dit, il est parfois nécessaire de mettre en œuvre des cycles plus courts, dans l'hypothèse, en particulier, où de fortes variations de prix se produisent conduisant à l'apparition d'importantes dettes (*cf. ci-après*).

Deuxième règle : garantir le règlement des dettes

Tout preneur de position doit garantir le marché qu'il sera en mesure de régler ses dettes. Il s'agit, ici, de la constitution du dépôt de garantie.

Ce « dépôt » doit bénéficier au compensateur — chambre de compensation ou membre compensateur de la bourse — ; celui-ci s'en saisit dans l'hypothèse où le donneur d'ordres se trouve dans l'incapacité de régler ses dettes, quelle que soit la cause de cette incapacité.

Le montant du dépôt de garantie est naturellement lié au risque de fluctuation de prix que comporte le contrat considéré.

Dans l'hypothèse où, au cours d'un « cycle de compensation » (*cf. ci-dessus*), les dettes que contractent certains opérateurs viennent à se rapprocher du montant des dépôts de garantie constitués par ceux-ci, il convient d'organiser un cycle de compensation exceptionnel (situation dite, en anglais, *limit up* ou *limit down*). Ce cycle est habituellement accompagné d'une interruption des cotations qui permet de s'assurer que les dettes sont réglées et qui empêche les opérateurs éventuellement défailants de compromettre davantage leur situation par des prises de positions supplémentaires.

Plus le dépôt de garantie est élevé, plus grande est la sécurité du marché. Cependant un dépôt de garantie très élevé réduit la portée de l'« effet de levier »² et contracte la liquidité d'un contrat.

Ajoutons enfin, que le dépôt de garantie doit être constitué de sorte à être facilement mobilisable. Une hypothèque immobilière, par exemple, n'est pas concevable à ce titre. En revanche, espèces, titres liquides et garanties bancaires sont des instruments adéquats. Il appartient à la chambre de compensation de fixer le montant et la nature des garanties acceptées.

Troisième règle : tout preneur de position défailant est liquidé d'office

Cette troisième règle, cohérente avec les deux premières, indique que le preneur de position incapable de faire face à ses dettes de marché perd sa liberté d'opérer : ses positions sont « confisquées » et gérées en direct par le marché (c'est-à-dire les institutions de celui-ci) qui les liquide d'office.

Sa motivation est évidente ; il est, en effet, dans ces circonstances, urgent d'interrompre la source des pertes qui devront être assumées par le dépôt de garantie et, au-delà, par les compensateurs.

1 En France, ce système est organisé autour des comptes courants ouverts à la Banque de France.

2 Rapport existant entre le nominal des contrats, sur lequel porte le risque, et les fonds à avancer au titre des dépôts de garantie.

La limitation des risques

Payer un dépôt de garantie n'assure pas le marché que le preneur de position, pourra toujours faire face à ses dettes.

Dans certains cas de crise, les règles de la compensation atteignent rapidement leurs limites systémiques. Prenons un exemple.

Un opérateur A prend le jour J une position à l'achat de 1 000 contrats notionnels au cours de 105. A cet effet il remet une garantie de $1\,000 \times 20\,000$ francs, soit 20 millions de francs. Au terme de la journée de bourse, le cours s'établit à 103,5 correspondant à une dette à régler $1\,000 \times 7\,500$ francs = 7,5 millions de francs.

L'opérateur A est alors déclaré défaillant. Il est donc décidé de liquider ses positions à l'ouverture de la séance J + 1 et de se payer de ses dettes totales sur le dépôt constitué. A l'ouverture de la séance J + 1, il se produit une situation de *limit down*, sans que la liquidation d'office ait pu avoir lieu. Le cycle de compensation exceptionnel fait apparaître une dette supplémentaire de $1\,000 \times 12\,500$ francs = 12,5 millions de francs, soit 20 millions de francs au total, montant équivalent au dépôt de garantie.

Toute perte supérieure, née de la liquidation d'office de la position sera, dans l'immédiat, assumée par le compensateur.

150

Dans le cas d'une crise de marché (ample fluctuation des cours) cet exemple peut être multiplié sur plusieurs opérateurs et sur des positions bien plus importantes. C'est pourquoi il a été jugé opportun de limiter les positions des opérateurs soit par rapport à la taille du marché (limites d'emprise) soit par rapport à la solvabilité des opérateurs eux-mêmes (limites d'exposition au risque).

Les limites d'emprise

Ces règles limitent la part qu'un même opérateur détient dans l'intérêt général exprimé par le marché pour un contrat donné (position ouverte globale).

Leur but est de contrer les tentatives de manipulation des prix par prises de positions dominantes ou, au pire, les tentatives de *corner* (ou de *squeeze*).

Le *squeeze* intervient lorsqu'un même opérateur, ou un groupe d'opérateurs coalisés, achètent simultanément de fortes quantités de contrats à terme et, au comptant, de l'instrument ou de marchandise sous-jacents au contrat à terme (le « physique »).

Dans l'hypothèse où le « squeezeur » parvient à détenir une proportion dominante du physique il contraint les vendeurs à terme à découvert soit à se déboucler sur le marché à terme où ceux-ci se trouveront face à lui, soit à se procurer le physique pour livrer ; dans ce cas encore, on retrouve face à face les mêmes protagonistes.

Les prix connaissent alors une flambée hors de proportion avec les données économiques du moment, flambée qui résulte de la position dominante du « squeezeur » et de l'obligation de vendre qu'ont contractée les vendeurs à découvert. L'éventuelle défaillance de ces vendeurs devra naturellement être assumée par les compensateurs.

La règle d'emprise sur le MATIF dispose qu'un même opérateur ne peut détenir plus de 20 % des positions totales du marché (position ouverte globale) sur l'échéance la plus mûre d'un contrat donné. Cette proportion maximale passe à 30 % pour l'échéance suivante.

Les limites d'exposition au risque

Limiter l'exploitation au risque d'un opérateur revient à exprimer l'idée selon laquelle les risques d'un opérateur doivent être limités à ses capacités de perte (et non de financement). Les limites peuvent être appliquées aux opérateurs eux-mêmes et, au surplus, aux intermédiaires compensateurs qui prennent des risques pour le compte de tiers. Elles sont exprimées sous forme de ratios (personnes morales) constitués au numérateur par une évaluation du risque relatif aux positions, au dénominateur par une évaluation de la richesse de l'opérateur.

Pour évaluer le risque des positions, il existe un indicateur bien adapté et commode à utiliser : le dépôt de garantie. Celui-ci est bien adapté puisqu'il vise précisément à couvrir ce risque, en « première instance » ; il est aussi commode à utiliser puisqu'il est calculé et disponible chaque jour.

151

L'évaluation de la richesse de l'opérateur se fait, dans le cas des personnes morales, par la notion de fonds propres. Sur le MATIF, le « ratio d'exposition au risque » applicable à un opérateur agissant pour compte propre a été fixé à 20 %.

Les membres compensateurs du MATIF sont, par ailleurs, soumis à des ratios comparables pour les positions qu'ils assument pour le compte de leurs donneurs d'ordres.

Ainsi un ratio de « couverture de risques » impose une proportion maximale de 2 entre les dépôts de garantie constitués pour le compte des clients et les fonds propres du compensateur ; un ratio de division des risques limite à 1 le rapport entre le dépôt de garantie d'un seul donneur d'ordres et les fonds propres de compensateur.

La solvabilité des compensateurs

On l'a vu, c'est sur les épaules financières des compensateurs que repose, *in fine*, la sécurité du marché. Lorsque les règles de la compensation se sont montrées inefficaces, lorsque, de même, la limitation des risques a échoué, ce sont les fonds propres des compensateurs qui doivent amortir les pertes

essuyées sur un ou des opérateurs défaillants. Plus ces fonds propres sont élevés plus grande est la sécurité financière du marché.

On entend par compensateur, outre la chambre de compensation, les intermédiaires agréés pour compenser, c'est-à-dire pour tenir les comptes de donneurs d'ordres.

Les normes de solvabilité des membres compensateurs du MATIF sont particulièrement élevées. Un candidat à ce statut doit présenter un minimum de 200 MF de fonds propres, ou bien un minimum absolu de 50 MF. Dans ce dernier cas, le candidat doit faire émettre au bénéfice de MATIF SA, chambre de compensation du MATIF, par un établissement de crédit de premier rang, une garantie inconditionnelle et à première demande d'un montant correspondant au cinquième de la différence entre ses fonds propres effectifs et 200 MF.

Enfin, dernière auberge de la sécurité financière du MATIF, MATIF SA assume les impayés (nets des dépôts de garantie) des membres compensateurs du MATIF. A cet effet, elle disposait, fin 1990, de 550 MF de fonds propres.

Il est inimaginable que, dans l'hypothèse où la chambre de compensation n'est pas en mesure de faire face à ses obligations, ses actionnaires fassent leur « devoir ». Précisons, dans ce cas, que le capital de MATIF SA est réparti entre trois familles d'actionnaires : la communauté des établissements de crédit représentés collectivement ou individuellement ; la Société des Bourses françaises ; la communauté des compagnies d'assurances représentées individuellement.

La sécurité financière d'un marché à terme doit donc s'apprécier en considérant la solidité, dans les textes et dans les faits, de ces trois remparts.

Dans les faits, elle peut s'apprécier par l'organisation mise en place en matière de contrôle du respect des règles qui ont été développées et par la rigueur de la discipline qui s'applique en matière d'infraction à ces règles.

C'est ainsi que MATIF SA surveille quotidiennement le respect des limitations de positions et contrôle le respect des règles de la compensation.

C'est ainsi aussi que le Conseil du Marché à Terme, organisme professionnel de réglementation du MATIF, a été doté d'un pouvoir disciplinaire sur les membres du marché pour sanctionner les écarts au regard, notamment, des principes de sécurité. La défaillance d'un marché à terme est un événement déjà vu. La Chambre de compensation du marché à terme de marchandises à Paris, a fait défaut en 1974, à l'occasion d'une des crises du contrat à terme de sucre blanc.

En définitive, même si le présent exposé n'a pas revêtu un caractère comparatif entre bourses à terme du monde, on peut dire que le MATIF, en considérant chacun des trois remparts mentionnés, constitue l'un des marchés à terme les plus assurés du monde. C'est là l'une des clés du succès, en profondeur et à long terme, du MATIF.