# EMIR : Impacts et Enjeux

Point de vue d'une Chambre de Compensation

Depuis la crise financière de 2008, les acteurs de marché, les régulateurs comme les autorités politiques reconnaissent que les chambres de compensation (CCPs) sont aujourd'hui un des principaux outils pour réduire le risque de contrepartie et le risque systémique. Le consensus est global : les CCPs jouent un rôle indéniable dans le renforcement de la stabilité financière en garantissant à la fois la sécurité et l'intégrité des marchés. L'obligation de compensation centralisée imposée par la réglementation EMIR[1] n'est pas neutre pour les intervenants sur les marchés OTC[2]. Cette réforme entraîne des transformations structurelles significatives et soulève en toute logique de nombreuses questions telles que la protection des clients, la concentration du risque sur les CCPs, leur capacité à résister aux chocs de marché, l'impact de la compensation centrale sur les besoins en collatéral…

> *« Cette réforme entraîne des transformations structurelles significatives. »*

Ces problématiques sont d'une importance capitale et l'objectif premier d'une CCP est d'avoir un modèle suffisamment robuste pour gérer ces risques. La sécurité et l'efficacité font parties intégrantes de la stratégie d'une chambre de compensation.

## L'enjeu de la protection des clients

En matière de sécurité, la protection des avoirs des clients est un élément majeur de la proposition de valeur d'une CCP. Dès 2011, avant même que cela ne soit imposé par la réglementation, Eurex Clearing, chambre de compensation du groupe Deutsche Börse, a été la première CCP à lancer en Europe un modèle de ségrégation complète (Individual Clearing Model – ICM). Ce modèle permet aux clients d'être entièrement protégés du risque de défaut de leur membre compensateur.En effet, un modèle de ségrégation individuelle repose sur un mécanisme juridique où les positions ainsi que le collatéral des clients sont identifiés et ségrégués sur des comptes individuels auprès de la chambre de compensation, rendant ainsi possible le transfert immédiat des positions et la portabilité du collatéral vers un membre compensateur de remplacement en cas de défaut du membre compensateur principal. Ce modèle de ségrégation individuelle se distingue des modèles dits de « value-based », aussi appelés Omnibus Gross ou LSOC[3], où seule la valeur des titres déposés en collatéral est garantie. Sous un modèle Omnibus Gross, le collatéral de l'ensemble des clients est généralement placé dans un même pool et alloué au prorata de l'exposition du client, en découle nécessairement un risque de liquidation. En cas de défaut du membre compensateur, ce type de modèle s'avère insuffisant pour les clients ayant besoin que leurs titres leur soient intégralement restitués.

C'est le cas notamment des clients institutionnels et plus particulièrement des fonds UCITS, où un équivalent en cash de la valeur des titres n'est pas acceptable dans la mesure où ces derniers n'auront pas la certitude de pouvoir racheter leurs titres dans un marché stressé. La distinction entre ces deux types de modèles a d'ailleurs été récemment reprécisée par l'ESMA dans son Q&A du 5 août 2013. Il y est stipulé qu'un modèle de ségrégation individuelle requiert la ségrégation et la portabilité des avoirs clients. Ainsi, les modèles ségrégant seulement la valeur du collatéral ne répondent pas à cette définition de ségrégation individuelle.

## L'exigence de la sécurité

Dès lors qu'il s'agit de sécurité, il convient d'aborder un autre aspect, celui de la robustesse de la chambre de compensation et plus particulièrement sa capacité à gérer une situation de crise.

Différents éléments sont à prendre en compte pour cette évaluation : d'une part la politique de gestion du risque de la CCP (sa méthodologie, son processus de gestion de défaillance[4]); et d'autre part ses lignes de défense c'est-à-dire la taille de son fond de garantie, la segmentation de celui-ci, et le montant total du collatéral sous gestion. Il est intéressant d'évaluer certaines autres garanties telles que l'adossement de la CCP à un groupe, et surtout son statut réglementaire. Une CCP, ayant le statut d'établissement de crédit et donc accès à

1. **EMIR :** European Market Infrastructure Regulation
2 - **OTC :** Over The Counter, de gré à gré
3. LSOC : Legally Segregated Operationally Commingled – comptes séparés juridiquement mais mélangés opérationnellement
4. Default Management Process

la liquidité Banque Centrale, est un véritable gage de sécurité pour éviter tout risque de liquidité en situation de crise.

## Les impacts transverses : l'enjeu de l'efficacité

Si dans l'ensemble, la majorité des acteurs reconnaît la nécessité indéniable de la réglementation en cours dans la sécurisation des échanges, beaucoup craignent non seulement les impacts opérationnels, mais aussi les coûts engendrés par cette réforme.

Le passage d'un monde OTC bilatéral vers un environnement de compensation centrale va engendrer des modifications profondes dans la gestion du collatéral, et aura notamment pour conséquence probable une augmentation des besoins en collatéral, besoins qui pourront être plus ou moins importants en fonction du modèle de risque de la CCP.

En effet, une CCP pouvant offrir des offsets de marge au sein d'une même classe d'actifs permettra de diminuer significativement le montant global de collatéral exigible. Cela est possible dès lors que la CCP adopte une approche par portefeuille permettant un calcul des risques combinés sur l'ensemble des positions du client. Eurex Clearing a par exemple mis en place ce type de méthodologie pour ses marchés et proposera d'ailleurs dès l'année prochaine un cross-margining entre des positions listées fixed income et des positions OTC IRS, i.e. un offset de marges pour les clients détenant typiquement un portefeuille de futures Bund, OAT, BTP et un portefeuille de swaps de taux.

Par ailleurs, la pénurie de certains types de collatéral est fréquemment évoquée. L'éligibilité du collatéral n'est pas la même chez toutes les CCPs, chacune ayant ses propres critères.

Les clients se doivent donc d'être attentifs et de veiller à ce que les CCPs avec lesquelles ils travaillent aient un éventail suffisamment large, c'est-à-dire qu'elles puissent accepter du collatéral en cash et titres : non seulement des obligations d'état et d'entreprises, mais aussi des actions. Enfin, la compensation centralisée aura un impact positif direct sur les exigences en fonds propres telles que définies dans le projet de réglementation Bâle 3. En ce qui concerne l'exposition au risque de la banque vis-à-vis de ses clients, il est prévu que la pondération de risque de contrepartie (Counterparty Risk Weight) soit d'au moins 20% (+ CVA[5]) pour les transactions bilatérales mais seulement de 2% pour les transactions compensées si les clients sont paramétrés sous un modèle de ségrégation individuelle (contre 4% pour les clients sous un modèle Omnibus Gross). Quant à l'exposition au risque des banques membres compensateurs vis-à-vis de la CCP, celle-ci pourra être considérablement diminuée si la CCP effectue un netting des risques cross-produits, comme évoqué précédemment. De surcroît, si la CCP opère le clearing de ses marchés sous une seule et même structure juridique, un netting comptable de bilan (balance sheet netting) sera alors également possible, ce type de modèle permettant alors aux banques une consommation moindre de capital.



**Florence Besnier,** Senior Vice President, Business Relations, Eurex Clearing.

## L'absence d'accord global : un nouveau risque pour les marchés ?

L'objectif du sommet du G20 de 2009 était donc très explicite : accroître la sécurité et la transparence des marchés OTC ; et depuis lors, les décideurs politiques s'attachent à remplir cet engagement. Malgré cela, des incertitudes subsistent. La date de mise en œuvre de l'obligation de clearing en Europe reste floue, alors qu'elle est déjà en application depuis juin dernier avec Dodd Franck Act aux Etats-Unis. Une autre inquiétude demeure : l'arbitrage réglementaire, conséquence d'une divergence entre certaines règles en Europe et aux Etats-Unis et ce, sur des points majeurs. Une plus grande coordination entre juridictions, tant en matière de développement de standards réglementaires que de surveillance, est donc vivement souhaitable pour l'avenir.

Contenu réalisé par EUREX CLEARING.

5. CVA : Credit Valuation Adjustment, Ajustement de Valeur de Crédit