

Infrastructures et marchés post-Brexit : quelles transformations ?

Claire Bravard, CCP Policy Officer, ESMA

Dans le sillage du référendum de juin 2016 et de la sortie complète du Royaume-Uni de l'Union européenne, le règlement européen de 2012 « sur les dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux » (*European Market Infrastructure Regulation* ou EMIR) a été modifié par le règlement 2019/2099 « en ce qui concerne les procédures d'agrément de contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les exigences pour la reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers ». Parallèlement à cette modification du cadre légal, a été instauré par la Commission européenne un régime d'équivalence temporaire du cadre réglementaire applicable au Royaume-Uni. Cette période transitoire, qui devait initialement s'achever en juin 2022, a été étendue au 30 juin 2025. Avant le Brexit, la City de Londres dominait largement le marché de la compensation, avec 80 % des volumes traités tous produits confondus.

Le règlement de 2019 a créé un comité de surveillance des chambres de compensation (contreparties centrales) de l'ESMA. Ce comité est notamment composé d'un président, de deux membres indépendants, et des autorités compétentes des douze pays de l'Union européenne dotés d'au moins une chambre de compensation agréée.

Ce comité est chargé d'assurer la convergence en matière de surveillance des contreparties centrales, en examinant les décisions des autorités locales (extension de service, conflits d'intérêt...), en validant les modifications significatives apportées aux modèles de risque, en effectuant des tests de résistance, en organisant l'examen par les pairs de la surveillance par les autorités nationales, ou encore en identifiant de potentielles divergences entre les autorités nationales et en émettant des orientations ou des recommandations afin d'y remédier.

Le comité a aussi comme prérogative la reconnaissance des chambres de compensation des pays tiers et la surveillance du risque qu'elles représentent pour l'UE. Dans ce cadre, il procède à l'examen des nouvelles demandes de reconnaissance, à un nouvel examen des reconnaissances d'une trentaine de chambres de compensation ainsi qu'à leur catégorisation par niveaux de risque, il renégocie les modalités de coopération avec quinze pays tiers, il surveille le respect des conditions de reconnaissance, analyse les données transmises par les contreparties des pays tiers, ou encore assure une veille des cadres légaux et prudentiels des pays tiers.

Enfin, le comité assure la surveillance directe des contreparties porteuses d'un risque systémique (contreparties de catégorie 2), notamment par la validation des modifications significatives des modèles de risque, en demandant des informations, en procédant à des enquêtes et à des inspections, ou encore en s'assurant de façon continue de leur conformité au règlement européen.

En juillet 2021, l'ESMA a publié une méthodologie d'évaluation des contreparties centrales - ou de certains de leurs services - d'importance systémique. Trois services au Royaume-Uni ont été considérés comme revêtant un caractère systémique : LCH Ltd Swap Clear pour la compensation des dérivés de taux d'intérêt libellés en euro et en zloty, ICE Clear EU pour la compensation des CDS et des STIR pour les produits libellés en euro. L'autorité de contrôle européenne estime qu'à ce stade les coûts associés au retrait des reconnaissances de certains services excède les bénéfices du statu quo, mais recommande cependant de réduire le caractère systémique de certains services et propose des pistes visant à renforcer ses moyens d'action en cas de crise.

Dans sa réponse à la consultation de la CE sur une revue ciblée d'EMIR, l'ESMA a avancé des mesures permettant de réduire les expositions aux chambres de compensation de catégorie 2, et a fait des propositions visant à améliorer l'efficacité de la surveillance des contreparties centrales et à renforcer ses pouvoirs de surveillance à l'égard de ces acteurs, notamment dans le cadre d'un redressement ou d'une résolution.

Gilles Kolifrath, Avocat Associé, KPMG Avocats

Depuis l'entrée en vigueur d'EMIR, les dérivés de gré à gré les plus liquides et standardisés sont, sous certaines conditions, soumis à une obligation de compensation. La compensation permet de minorer le risque systémique par l'apport de « collatéral » (sûreté ou garantie). Les contreparties centrales n'ont pas toutes le même fonctionnement : aux Etats-Unis, il existe une relation directe entre le client et la chambre de compensation ; en Europe, il y a superposition de deux relations directes (entre le client et le membre compensateur et entre le membre compensateur et la chambre de compensation).

On applique en Europe le modèle de la ségrégation complète (ségrégation individuelle) qui permet au client d'être protégé du défaut de son membre compensateur et de transférer les positions et le collatéral vers un autre membre compensateur. On ne doit pas perdre de vue que l'organisation de la gestion du collatéral, parce qu'elle a un impact direct sur le coût des services, revêt une importance centrale.

Les chambres de compensation britanniques étaient et continuent d'être en situation de quasi-monopole dans le domaine des dérivés de taux : Swap Clear, un service de LCH, capte 99 % du marché des swaps de taux d'intérêt de l'UE. Depuis le retrait du Royaume-Uni de l'UE le 31 janvier 2020, les contreparties centrales britanniques nécessitent une reconnaissance particulière (décision d'équivalence par la Commission européenne et examen de l'ESMA) pour être autorisées à fournir des services dans l'Union européenne. Trois chambres britanniques sont reconnues par l'AEMF : LCH Limited, ICE Clear Europe Limited et LME Clear Limited.

Les différents acteurs concernés savaient dès avant le Brexit que la relocalisation de la compensation en Europe continentale ne pourrait pas se faire en un tournemain, ne serait-ce qu'en raison de la capacité d'absorption de flux significatifs de la part d'acteurs installés comme Eurex (Deutsche Börse).

Le futur de la compensation des dérivés de gré à gré

Le règlement de 2019, dit EMIR 2.2, établit une distinction entre les contreparties non systémiques et les contreparties d'importance systémique (catégorie 2), et des traitements différenciés en fonction de ce classement. Le même texte prévoit que les contreparties de pays tiers d'importance systémique doivent disposer d'un agrément pour fournir leurs services dans l'UE.

Pour l'ESMA (communication du 17 décembre 2021), Swap Clear (LCH) et le service CDS d'ICE Clear revêtent une importance systémique. Cependant, l'autorité de contrôle estime que, en l'état, les coûts d'une telle qualification excèderaient les avantages, mais propose des mesures de limitation des risques.

L'avenir de la compensation centrale en Europe dépendra en grande partie des résultats de la consultation lancée par la CE et achevée le 22 mars 2022.

De nombreuses chambres de compensation de pays tiers bénéficient d'une reconnaissance leur permettant de fournir des services dans l'Union européenne, mais elles ne sont la plupart du temps pas des acteurs globaux et ne revêtent pas une importance systémique.

La question centrale pour demain consiste à savoir si l'on peut se passer de tout ou partie des services rendus par les contreparties centrales britanniques. Il n'y a pas d'acteurs de poids pouvant se substituer à LCH Limited et ICE Clear dans l'immédiat, tandis que si plusieurs acteurs se partageaient les volumes précédemment traités à la City, cela devrait se solder par des tarifs plus élevés (la question du risque d'une moindre liquidité n'appelle quant à elle pas de réponse péremptoire).

Paris pourrait avoir un rôle à jouer dans la recomposition du paysage de la compensation centrale, avec certaines dispositions contenues dans la loi PACTE, les contrats IDSA de droit français, les chambres internationales du Tribunal de commerce et de la Cour d'appel de Paris, et des banques de premier plan.

[Julien Jardelot, Head of Europe, Government Relations & Regulatory Strategy, LSEG \(London Stock Exchange Group\)](#)

LCH Group Holding possède trois entités, LCH Limited au RU, qui offre quatre services (swap, devises, repo, actions), LCH SA en France, qui offre quatre services (CDS, repo, actions, matières premières), et Swap Agent au Royaume-Uni. Les services sont strictement compartimentés.

La qualité de la compensation « *dépendant surtout de la qualité des membres d'une contrepartie centrale* », LCH se veut très attentif lors du recrutement de ses membres. Le modèle de risque repose sur l'organisation des appels de marge. Jusqu'ici, les défauts de membres (Lehman Brothers, VTB Allemagne...) ont été absorbés sans difficulté. Pour que LCH fasse l'objet d'une résolution, il faudrait que ses dix membres compensateurs les plus importants fassent défaut.

La centralisation est un gage de maintien de la liquidité. Par exemple, avec la consolidation du marché du repo des dettes souveraines européennes à Paris, le risque d'illiquidité a été minoré de 80 %. Dans le cas de LCH, les cinq membres compensateurs les plus importants génèrent le quart des appels de marge ; dans un paysage où la compensation serait fragmentée, le poids relatif des membres compensateurs serait plus fort et le risque serait moins réparti.

Dans le domaine des dérivés de taux par exemple, on a affaire à des marchés très internationalisés. Le dollar domine avec 41 % des volumes, l'euro représente 26 %, la livre 11 %. S'agissant de l'euro, les acteurs non européens comptent pour près d'un tiers du marché.

L'avenir de la compensation après le Brexit

EMIR 2.2 renforce les exigences à l'égard des chambres de compensation des pays tiers ainsi que la surveillance des modèles de risque. Mais la compensation ne se limite pas aux contreparties centrales : c'est tout un écosystème qu'il convient de considérer.

Il y a des freins à la compétitivité des chambres de compensation. Par exemple, en raison de la structure de la supervision (nationale et par l'ESMA), il faut de deux à trois ans pour proposer un nouveau service. Une supervision unique, par l'ESMA, est souhaitable. Par ailleurs, certaines propositions figurant dans la récente consultation de la Commission européenne pourraient mettre à mal la compétitivité de la compensation européenne.

Maylis Dubarry, Global co-head of Prime Services Products

David Ribas, Head of Paris Prime Services Operations and Technology

SGCIB - Société Générale Corporate & Investment Banking

Pour la Société Générale, la sortie du Royaume-Uni de l'UE a nécessité de lancer un chantier de migration de 18 mois (un délai considéré comme serré) qui a notamment porté sur la relocalisation des plates-formes de négociation et sur la séparation en deux du portefeuille de clients (les clients européens sont désormais tous rattachés à l'entité parisienne). Avant le Brexit, toutes les opérations liées à la compensation centrale étaient centralisées à Londres.

Le chantier a comporté un volet juridique (nouveaux contrats...) et un volet opérationnel lourd, avec des implications comptables, fiscales et en matière de gestion des risques, cela sur fond de protection des clients et à tarifs constants. Les représentants de la banque insistent sur l'importance que revêt le transfert de savoir-faire qui, jusqu'ici, était concentré à Londres. Pour eux, « *des compétences accumulées en une vingtaine d'années ne sont pas transférables en quelques mois* ».

L'avenir est incertain

La période qui s'ouvre est pavée d'incertitudes (qui sont partagées par toutes les parties prenantes à la compensation centrale). Les clients, par exemple, se demandent ce qu'il adviendra si les chambres de compensation britanniques ne sont plus reconnues en Europe en 2025, à l'issue du régime d'équivalence temporaire. Il est probable que si les acteurs britanniques de la compensation perdaient leur reconnaissance, il en résulterait un renchérissement du service pour les clients finaux.

Le cadre légal européen de la compensation centrale (Emir) est excellent (il va notamment loin dans la ségrégation, ce qui diminue le risque systémique), mais il n'est pas connu des acteurs non européens (les 3/4 des clients finaux des chambres de compensation européennes sont non européens) qui, par ailleurs, sont habitués à évoluer dans un environnement juridique anglo-saxon. Par conséquent, donner sa chance au modèle de compensation de l'UE nécessite d'en faire la pédagogie et nécessitera du temps.

CONCLUSION

Edouard de Lencquesaing, Vice-Président du Conseil d'orientation « Expertise » de l'AEFR

Les instruments compensés ne répondent pas tous à la même logique. On doit par exemple distinguer le cash, dont la compensation fonctionne de façon plutôt satisfaisante aujourd'hui, et les dérivés, dont l'écosystème est mondial et où les gains d'échelle (diminution des coûts et des risques) sont importants.

Les dérivés, aujourd'hui très largement compensés à Londres (LCH Limited), sont au centre des interrogations découlant du Brexit et du risque systémique. Dans l'état actuel des choses, le rapatriement en Europe continentale de la compensation des dérivés se heurte à plusieurs obstacles, notamment le fait que les infrastructures de Swap Clear (LCH Limited) ont été financés par ses membres compensateurs, lesquels ne sont pas forcément enclins à remettre au pot.

Une solution pourrait consister en un Yalta de la compensation entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale (qui est maintenant en position dominante dans la compensation du repo). Elle nécessite des avancées dans le domaine des dispositifs mis en œuvre en cas de tension sur les marchés (les chambres de compensation britanniques ne devraient pas pouvoir privilégier la livre ou le dollar au détriment de l'euro) et dans celui de la résolution. Il serait par ailleurs souhaitable de donner davantage

d'importance aux référentiels centraux (*trade depositories*), qui ont un rôle à jouer dans la prévention en amont du risque.

Enfin il faudra être attentif aux ambitions d'Euronext après son rachat en 2021 de Borsa Italiana et de sa chambre de compensation, renommée Euronext Clearing.