

La compensation sur les dérivés de gré à gré suscite le débat

Leur futur encadrement soulève bien des questions. Le projet que la Commission vient de diffuser n'a répondu qu'à une partie d'entre elles.

PAR FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

Le projet de cadre que la Commission a diffusé le mois dernier a calmé le débat mais reste loin de le conclure. Il est vrai que le champ du projet est très vaste : « Sur les 600.000 milliards de dollars de transactions sur les produits dérivés, plus de 80 % se font de gré à gré (OTC) », a rappelé Michel Barnier, commissaire européen au Marché intérieur et aux Services. L'intérêt d'encadrer l'ensemble de ces opérations OTC pour accroître la transparence n'est toutefois pas reconnu par tous. « Les dérivés de crédit représentent la difficulté essentielle en termes de risque systémique tandis que pour les dérivés de taux ou de change, l'intérêt d'imposer un passage en compensation ou une déclaration des opérations

à des registres ('trade repositories', NDLR) n'est pas évident », estime Marc Salvat, intervenant chez First Finance.

Or, la Commission privilégie un projet ample, prenant en compte tous les dérivés standardisables. « Les analystes industriels estiment qu'environ 85 % à 90 % des produits OTC peuvent suivre une compensation centralisée : l'objectif de la Commission de mettre en place des chambres de compensation sur tous les dérivés n'est donc pas déraisonnable, estime Nicolas Breteau, directeur général chez Newedge. Les dérivés de taux représentent en valeur l'essentiel des produits OTC et le véritable enjeu. »

Traitements différents

En pratique, parmi les utilisateurs de dérivés OTC, les industriels représentent ceux que l'introduction de la compensation risque d'affecter le plus. « Les entreprises non financières ne pratiquent pas, le plus souvent, d'appels de marge réguliers, donc l'enjeu est pour elles important », indique Pierre-Dominique Renard, directeur clientèle, marché et infrastructure chez LCH.Clearnet SA. Elles ont d'ores et déjà réussi à se faire entendre sur un point essentiel : « Le projet de compensation européen prévoit un traitement différencié des acteurs financiers et des industriels - les 'utilisateurs finaux' -, et il s'agit là d'un point essentiel pour les entreprises non financières », rappelle Yves Gimbert, trésorier groupe de GDF-Suez.

Le projet prévoit en effet d'exonérer les entreprises de l'obligation de compenser les dérivés OTC qu'elles utilisent pour couvrir leurs opérations commerciales. Toutefois, la définition de cette notion reste à préciser. « Même si nous effectuons uniquement des couvertures de positions économiques, comme cela est indiqué dans nos rapports annuels, le traitement auquel seront soumis des instruments comme les dérivés de taux qui nous servent à couvrir nos risques sur la dette reste à éclaircir », explique Yves Gimbert. Autre source d'incertitude, « le projet prévoit de dispenser les entreprises de l'obligation de déclaration aux registres comme de compensation quand leur exposition à des produits dérivés OTC s'inscrit en deçà d'un certain seuil : le niveau auquel sera fixé le seuil sera évidemment critiqué, de même que le mode de calcul de l'exposition », poursuit Yves Gimbert.

Par ailleurs, le mode d'accès aux chambres de compensation fait également débat. « Obliger les 'corporates' à passer par la compensation risque d'aboutir à des pratiques abusives de la

L'AVIS DE...

Alban Caillemer du Ferrage, associé chez Gide Loyrette Nouël

« Le droit français offrira une sécurité juridique inégalée »



Que changeront, en droit, les nouvelles règles de compensation ?

La compensation des dérivés de gré à gré qui est en projet aux États-Unis et en Europe va provoquer une démultiplication des rapports de droits et donc une révolution documentaire. Les chambres de compensation (CCP) vont en effet se multiplier, sans doute en se spécialisant par types de sous-jacent. Résultat, alors qu'un contrat unique de l'Isda (International Swaps and Derivatives Association, NDLR) recueillait jusqu'ici l'ensemble des opérations dérivés OTC (*over the counter*, de gré à gré, NDLR) entre deux contreparties, il faudra à présent non seulement une convention-cadre pour les opérations ayant vocation à demeurer OTC, mais aussi autant de contrats que de chambres de compensation dans lesquelles la loi fera obligation de déverser les autres opérations conclues avec le même client : cela s'impose afin de répliquer dans la relation avec lui les règles propres à chaque chambre (sur les appels de marge, la valorisation, les cas de défaut, la résiliation anticipée...). En pratique, ces particularités pourront certes faire l'objet d'annexes à une convention cadre principale, mais il ne peut

être exclu qu'en fonction de l'importance des modifications concernées, elles doivent être considérées comme constituant, en réalité, de véritables contrats distincts.

Quel sera l'effet de ces changements ?

C'est la fin du principe du « contrat unique ». Ou plus exactement une ère nouvelle où il faudra le réorganiser par la compensation entre eux des soldes de résiliation respectifs issus de ces contrats : c'est le *global netting*. La recherche de solutions juridiques pourrait bien attirer une activité supplémentaire vers les droits dont la solidité et la certitude des solutions - souvent conférées par l'écrit - ont été les plus éprouvées dans la crise récente. En cas de défaut d'une banque, la législation européenne renvoie désormais au droit du contrat le soin de déterminer les conditions d'opposabilité de la compensation à un administrateur judiciaire. D'où l'intérêt de choisir pour le *global netting* - et ce quel que soit le droit des conventions sous-jacentes - un droit validant sans ambiguïté cette compensation multiproduit. C'est un enjeu immense pour lequel le droit français offre une sécurité juridique inégalée.

Une réforme pas à pas



part des banques qui cumulent une activité de vendeur ('sell-side') de dérivés et de compensateur, les entreprises devant passer par elles pour accéder aux chambres de compensation », anticipe Marc Salvat. De même, les sociétés de gestion ne sont pas membres, en général, des chambres de compensation.

Les courtiers réclament un accès large à CCP. « Le

texte de la Commission prévoit d'ouvrir les CCP à toutes les catégories de compensateurs, note Nicolas Breteau. La transparence sera réelle si la compensation est réellement ouverte aux 'buy-side' et aux 'brokers'. »

Sécurité

En pratique, toutefois, les structures de compensation souhaitent limiter le cercle de leurs membres pour des raisons de sécurité. « Il n'est pas possible de conférer largement la qualité de membre compensateur sur ce genre de produits car en cas de défaillance, la liquidation d'un portefeuille doit pouvoir être effectuée de façon coordonnée entre les compensateurs, afin que les pertes soient limitées et ne dépassent pas les dépôts de garantie, explique Pierre-Dominique Renard. Les membres compensateurs doivent donc avoir la possibilité de participer à la gestion de la défaillance en se portant elles-mêmes contreparties. » De fait, les membres compensateurs de LCH.Clearnet sur les CDS (credit default swaps) doivent compter au moins 3 milliards d'euros de fonds propres et afficher une notation « Single A » minimum.

Enfin, l'intérêt même de la compensation des dérivés OTC soulève des doutes. « Le passage par les chambres de compensation (CCP) sécurise les processus d'appels de marge - qui représentent déjà une pratique répandue au travers de la colatéralisation. Il écarte ainsi essentiellement le risque opérationnel, indique Marc Salvat. Dans le cas du crédit, le risque systémique n'est toutefois pas mieux couvert car en cas de double défaut comme dans l'exemple d'AIG, une CCP n'aurait probablement pas les moyens de faire face, le problème d'une contrepartie créant des difficultés pour d'autres contreparties qui émettent elles-mêmes du sous-jacent. De même sur les taux et le change, si le marché décale brusquement d'un jour à l'autre, rien ne dit que les appels de marge et fonds de garantie suffiront à éviter les défaillances en chaîne. » Autre écueil important, la multiplicité des chambres de compensation accroît les risques et réduit la part de la compensation dans les opérations.

Un point positif certain, toutefois, le risque d'arbitrage réglementaire entre les Etats-Unis et l'Europe, fréquemment mis en exergue ces derniers mois, semble avoir été pris en compte par les régulateurs des deux zones. « L'harmonisation est en marche, les différences des projets sur le sujet étant notamment liées à la culture et à une situation de départ un peu différente des acteurs et des structures », assure Nicolas Breteau. ■



Pour Nicolas Breteau, directeur général chez Newedge, « l'harmonisation est en marche ».