

Accès, concurrence et risques sur les marchés à compensation centralisée

Jean-Sébastien Fontaine, département des Marchés financiers, Héctor Pérez Saiz, département de la Stabilité financière, et Joshua Slive, département des Marchés financiers

- Les contreparties centrales (CC) réduisent le risque de contrepartie et en assurent la gestion en vue de rendre les marchés plus résilients et d'atténuer le risque systémique. Le risque de contrepartie étant mieux géré, les marchés peuvent accueillir de nouveaux participants, ce qui devrait se traduire par une moindre concentration et une concurrence accrue. Ces avantages sont maximisés quand un large éventail de participants peut accéder à la contrepartie centrale.
- Dans un marché de gré à gré, on observe un important arbitrage entre risque et concurrence. Les marchés moins concurrentiels qui présentent une forte concentration sont plus rentables, de sorte que la défaillance des opérateurs y est moins probable. Cet équilibre entre risque et concurrence peut cependant être amélioré si la contrepartie centrale est suffisamment accessible, étant donné que les gains découlant de la diversification — qui augmentent à mesure que croît la participation — peuvent simultanément faire diminuer le risque et stimuler la concurrence.
- Les autorités responsables de la réglementation ont élaboré de nouvelles normes (que les CC elles-mêmes appliquent) afin de favoriser un accès non discriminatoire, équitable et fondé sur les risques. Ces normes aideront notamment à parer les incitations qui pourraient amener les membres d'une CC à en restreindre l'accès de manière à protéger leur part de marché.

Un élément clé des mesures prises par le G20 en réaction à la crise financière de 2007-2009 est le recours accru aux contreparties centrales (CC) sur les marchés de gré à gré. En s'interposant entre les parties à une transaction et en garantissant que celles-ci s'acquitteront de leurs obligations, les CC atténuent et gèrent le risque de contrepartie. Pendant la crise, elles ont joué un rôle important en contribuant au fonctionnement continu des marchés dans des conditions tendues¹. C'est pourquoi, en 2009, les dirigeants des pays du G20 ont convenu que tous les contrats normalisés de produits dérivés devaient être compensés par des contreparties centrales². D'autres marchés, notamment celui des prises en pension, sont aussi en voie de

¹ La Global Association of Central Counterparties (2009) décrit comment les marchés compensés par des contreparties centrales ont continué de fonctionner pendant la débâcle de Lehman, contrairement au marché des swaps sur défaillance – marché à compensation bilatérale – qui s'est trouvé paralysé.

² Wilkins et Woodman (2010) analysent le rôle attribué aux CC dans le cadre de la réforme internationale des marchés des dérivés de gré à gré.

se doter de contreparties centrales³. Le fait de recourir plus souvent aux services de ces institutions pourrait améliorer la sûreté et la résilience du système financier, aider à maîtriser le risque systémique et limiter les problèmes causés par les institutions jugées « trop grosses pour faire faillite » (Chande, Labelle et Tuer, 2010). La compensation centralisée peut aussi ouvrir les marchés à une plus forte concurrence. Au lendemain de la crise, les instances internationales de normalisation ont mis en place de nouveaux principes prévoyant un accès ouvert aux CC.

Dans le présent article, nous montrons comment l'instauration d'une contrepartie centrale sur un marché peut en modifier la structure de deux façons divergentes. D'une part, parce qu'elle est en mesure de gérer efficacement le risque de contrepartie, la CC permet d'accroître la concurrence en facilitant l'entrée de nouveaux participants sur le marché. Mais, d'autre part, parce qu'elle doit limiter les risques, elle met en place des règles d'accès rigoureuses. Le présent article décrit un modèle, exposé dans Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012), qui explique comment l'arbitrage entre risque et concurrence sur les marchés de gré à gré détermine le niveau d'accès optimal, et comment l'introduction d'une contrepartie centrale peut changer fondamentalement la donne. Dans le modèle, les membres compensateurs peuvent avoir intérêt à ce que la CC contrôle l'accès et les risques en appliquant des mesures qui limitent la participation directe en-deçà du niveau optimal sur le plan social. D'autres moyens d'obtenir des services de compensation, à l'aide de mécanismes de compensation indirecte et des liens entre CC, peuvent présenter des défis similaires. Ces conclusions aident à expliquer pourquoi les autorités de réglementation ont établi des principes qui favorisent un accès plus ouvert aux contreparties centrales, principes que les CC elles-mêmes mettent en œuvre.

La compensation centralisée, un moyen d'améliorer la maîtrise des risques et la concurrence

L'objectif d'une contrepartie centrale est de centraliser et gérer le risque de contrepartie en assumant la fonction de contrepartie pour chaque transaction qu'elle compense. La CC met en place des mécanismes de contrôle des risques, notamment des critères d'adhésion et des procédures de gestion des défauts, qui lui permettent d'honorer ses engagements au cas où un membre serait en difficulté. Le cadre de gestion des défaillances prévoit une mutualisation des risques entre les membres. Ainsi, en cas de défaut, si les ressources versées par le membre défaillant s'avèrent insuffisantes, les autres pourraient être tenus d'absorber le coût d'exécution de ses transactions en cours.

La compensation centralisée peut permettre à la fois d'atténuer les risques et d'améliorer la concurrence sur les marchés de gré à gré. La réduction des risques tient à plusieurs facteurs : tout d'abord, en mutualisant les pertes potentielles parmi les membres, la contrepartie centrale offre des avantages liés à la diversification similaires à ceux qu'offre une compagnie d'assurance (Koepl et Monnet, 2010; Biais, Heider et Hoerova, 2012). De plus, en centralisant la gestion du risque de contrepartie et en simplifiant le réseau complexe des expositions entre les différentes parties, elle accroît la transparence du marché qu'elle dessert et peut ainsi gérer plus efficacement le risque de contrepartie (Acharya et Bisin, 2010). Enfin, la présence de la CC se traduit pour les intervenants par une réduction des expositions et des

³ Chatterjee, Embree et Youngman (2012) examinent la mise en place d'une contrepartie centrale sur le marché des pensions au Canada.

exigences de garantie en raison de la compensation multilatérale, les montants que doit une partie pouvant être compensés par ceux qui lui sont dus par d'autres parties (Jackson et Manning, 2007; Duffie et Zhu, 2011). Au final, une gestion efficace du risque de contrepartie par une CC peut conduire à une atténuation du risque systémique. Parce qu'elle réduit le risque de défaillance chez les participants et qu'elle administre les défauts de manière efficace, la CC abaisse la probabilité de contagion d'une défaillance entre les différents participants ainsi que la probabilité de voir survenir des perturbations sur le marché, améliorant ultimement la résilience du système financier.

Comme le risque de contrepartie est mieux géré en présence d'une CC, les contreparties centrales permettent d'ouvrir les marchés à un plus grand nombre de participants, ce qui peut favoriser la concurrence. Sur les marchés de gré à gré où la compensation est bilatérale, les opérateurs sont directement exposés au risque de défaut de leur contrepartie et sont, par conséquent, incités à traiter uniquement avec des parties dont la solvabilité est connue. Par contre, si la gestion du risque de crédit est assurée par une CC qui applique des mécanismes de contrôle rigoureux, les participants pourront se sentir plus disposés à traiter avec d'autres opérateurs, même dans l'anonymat, puisque la CC garantit que les clauses du contrat seront respectées.

Une contrepartie centrale pouvant effectuer la compensation d'opérations multilatérales, les opérateurs de marché n'ont plus autant intérêt à faire affaire avec un nombre restreint d'intervenants. Dans le cas de la compensation bilatérale, les sommes à payer et à recevoir ne peuvent être compensées les unes les autres que si les deux transactions concernent la même contrepartie. La compensation des positions est donc maximisée si les transactions sont concentrées parmi un petit nombre de participants. Dans le cas de la compensation multilatérale, par contre, la CC établit les soldes nets de toutes les opérations qu'elle compense, quelles que soient les contreparties.

La compensation centralisée peut donc diminuer l'incitation à traiter uniquement avec les plus gros courtiers, ouvrant ainsi le marché à un nombre accru de participants. L'une des premières contreparties centrales jamais créée assurait la compensation des opérations sur le marché du coton au Havre, en France, à la fin du XIX^e siècle. Cette CC a si bien réussi à augmenter le nombre d'agents et de transactions que les opérateurs des marchés des matières premières partout en Europe n'ont guère eu d'autre choix que d'introduire leur propre CC ou de perdre des parts de marché (Norman, 2011).

◀ *Une gestion efficace du risque de contrepartie par une CC peut conduire à une atténuation du risque systémique.*

◀ *La compensation centralisée peut diminuer l'incitation à traiter uniquement avec les plus gros courtiers, ouvrant ainsi le marché à un nombre accru de participants.*

Des mécanismes rigoureux et adéquats en matière d'accès et de contrôle des risques

Pour pouvoir offrir tous les avantages qui découlent de la diminution des risques et de l'amélioration de la concurrence, la CC doit elle-même être solide. Cela est particulièrement important car, quand la contrepartie centrale assume la gestion du risque de crédit, les opérateurs ne sont plus autant encouragés à surveiller la situation de leurs propres contreparties ni à appliquer le même niveau de discipline de marché que lorsque la

compensation est bilatérale (Koepl, 2012)⁴. La CC doit donc avoir en place des procédures strictes de gestion des risques de crédit, de liquidité et de règlement ainsi que des risques opérationnels.

La CC doit également mettre en œuvre des critères d'adhésion pour veiller à ce que ses membres soient en mesure de gérer les risques inhérents à la chambre de compensation. La CC doit pouvoir remplacer le portefeuille d'un membre défaillant pour remplir les engagements contractés envers les contreparties de ce dernier. Comme les défauts sont rares, une CC ne dispose habituellement pas des moyens techniques d'entrer directement sur le marché pour liquider des positions (elle doit cependant détenir les ressources financières nécessaires à cette fin). Pour réduire les tensions financières causées par un défaut, la CC fait appel aux membres survivants; ceux-ci lui fournissent le soutien technique dont elle a besoin pour mener à bien les transactions requises et des ressources financières pour satisfaire à ses responsabilités en matière de gestion des défaillances. Les critères d'adhésion dont se dote la CC doivent faire en sorte que les participants puissent l'aider à gérer le défaut d'un de ses membres. C'est pourquoi la participation directe à la CC est réservée à juste titre aux institutions possédant des ressources techniques et financières suffisantes⁵.

Des critères d'adhésion trop stricts pourraient cependant restreindre la participation, ce qui menacerait non seulement d'étouffer la concurrence, mais également de nuire à l'objectif de maîtrise des risques en accentuant leur concentration. Limiter l'accès direct aux plus gros courtiers accroîtrait leur importance systémique, et pourrait ainsi exacerber le problème des institutions « trop grosses pour faire faillite » et empêcher la CC d'offrir tous les avantages de la diversification. Un accès limité pourrait aussi rendre les établissements d'envergure moyenne plus vulnérables en périodes de tensions et ralentir la transition vers la compensation centralisée (Slive, Wilkins et Witmer, 2011). La compensation indirecte, dans laquelle les opérateurs reçoivent des services de compensation en tant que clients de membres compensateurs, offre une solution mais, comme nous allons le voir, celle-ci n'élimine pas forcément toutes ces préoccupations.

Les organismes de réglementation ont reconnu qu'il est important d'instaurer des contreparties centrales solides, dotées de règles favorisant un accès ouvert à la compensation mais aussi de mécanismes rigoureux de contrôle des risques. Pour le Conseil de stabilité financière, l'accès non discriminatoire et équitable des opérateurs de marché à ces infrastructures est l'un des quatre éléments qui garantit un environnement sûr pour la compensation des dérivés de gré à gré (CSF, 2012)⁶. Un large accès aux CC est recommandé par le Comité sur le système financier mondial (CSFM, 2011), tandis que l'un des nouveaux principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers énoncés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs préconise un accès équitable, ouvert et fondé sur les

◀ *Les organismes de réglementation ont reconnu qu'il est important d'instaurer des contreparties centrales solides, dotées de règles favorisant un accès ouvert à la compensation mais aussi de mécanismes rigoureux de contrôle des risques.*

4 Les membres seront incités à protéger la sécurité de la CC du fait de leur rôle dans le cadre de la mutualisation des risques.

5 Le fait que les membres doivent être en mesure de fournir un soutien en cas de défaillance n'empêche pas forcément les institutions de plus petite taille d'adhérer à une CC. En effet, ces établissements peuvent contribuer au processus de gestion des défaillances proportionnellement à leur taille s'ils bénéficient d'incitations adéquates (Duffie, 2010). De même, certaines autorités de réglementation exigent des CC qu'elles autorisent leurs membres à faire appel à des intervenants externes pour s'acquitter de leurs obligations d'ordre technique à l'appui de la gestion des défaillances (règle n° 17 de la Commodity Futures Trading Commission, CFR 39.16(c)(2)(iii)).

6 Les trois autres garanties des CC sont des mécanismes de surveillance coopératifs, des régimes de reprise et de résolution et des dispositifs appropriés d'accès à des liquidités dans les monnaies employées au sein des CC.

risques (CSPR-OICV, 2012). Le modèle que nous analysons dans la section suivante aide à expliquer plus avant pourquoi les organismes de réglementation se sont concentrés sur la question de l'accès.

Règles et incitations s'appliquant aux opérateurs de marché

Bien que l'approbation définitive des règles soit dans tous les cas du ressort exclusif des autorités de réglementation, les gros courtiers internationaux ont de tout temps influencé les règles des contreparties centrales qui compensent les opérations sur dérivés de gré à gré. Les participants à une CC ont un intérêt légitime à veiller à ce que les règlements et les mesures de contrôle — par exemple, les critères d'adhésion, les marges exigées, les mécanismes de compensation indirecte et la nature des liens entre les CC — ne posent pas de risques indus pour ceux qui assument en partie les risques avec la CC et qu'ils ne minent pas la solidité de cette dernière. Par conséquent, il convient que les participants exercent une influence sur les règles de la CC, soit en étant propriétaires, soit en siégeant à un comité sur les risques chargé d'établir les règles. Cependant, si ces règles induisent une concentration excessive des risques parmi un petit nombre de membres compensateurs, elles pourraient en fait augmenter les risques menaçant la CC et le marché.

Parce que les participants au marché peuvent influencer sur les règles de la CC, il est important de comprendre leurs incitations. Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012) examinent ces incitations et leurs liens avec les risques et la concurrence au sein d'une CC (**Encadré 1**). Leur modèle met en jeu deux groupes de participants : d'une part, les investisseurs (par exemple, des sociétés non financières, des fonds de pension ou des gestionnaires de placement), de l'autre, les courtiers, dont l'activité de négociation leur permet de réduire une partie des risques associés au portefeuille de leurs clients. Les courtiers sont eux aussi exposés à des chocs qui peuvent provoquer une défaillance et laisser les investisseurs exposés aux risques initiaux.

Dans un marché sans contrepartie centrale, une augmentation du nombre de courtiers est à la fois avantageuse et désavantageuse pour les investisseurs. Un plus grand nombre de courtiers implique une plus forte concurrence, et donc une baisse des prix pour leurs clients. En revanche, une intensification de la concurrence réduit les revenus des courtiers, réduit leur capacité à absorber des chocs financiers et augmente la probabilité d'une défaillance, toutes choses égales par ailleurs. Ensemble, ces effets sont à l'origine d'un arbitrage entre risque et concurrence similaire à celui dont font état de nombreuses études sur la réglementation bancaire (Vives, 2010). Ainsi, le nombre de courtiers doit être suffisant pour encourager la concurrence, mais il ne doit pas être si élevé qu'il les empêche d'avoir les ressources nécessaires pour surmonter les conséquences des chocs extérieurs.

Le modèle de Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012) montre que l'instauration d'une CC sur un marché peut radicalement modifier l'arbitrage classique entre concurrence et risque. Dans ce modèle, les opérations sont compensées par une CC où sont mises en œuvre des règles qui encadrent l'accès et limitent les expositions des participants. Si la compensation est centralisée, une augmentation du nombre de courtiers induit toujours une baisse de prix, mais l'incidence sur le risque est moins prononcée : la CC permet de diversifier le risque de défaut. La CC crée donc un nouvel arbitrage opposant un risque de défaut accru dû à la baisse de revenu des courtiers,

◀ *Parce que les participants au marché peuvent influencer sur les règles de la CC, il est important de comprendre leurs incitations.*

Encadré 1

Modélisation d'un marché de gré à gré doté d'une contrepartie centrale

Dans le modèle de Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012), les investisseurs réduisent leurs risques en traitant avec des courtiers qui offrent un contrat de swap permettant de transformer un paiement incertain en paiement certain. Les courtiers peuvent transférer le risque à d'autres marchés ou d'autres investisseurs. Mais comme il est impossible de transférer totalement le risque associé au contrat de swap, les courtiers assument un risque résiduel sur leurs flux de trésorerie. Si le choc provenant du contrat de swap est d'une ampleur telle qu'il ne peut être couvert par les revenus du courtier, celui-ci est susceptible de faire défaut et de laisser ses clients sans protection puisque sa responsabilité limitée lui permet de n'internaliser qu'une partie des conséquences de sa défaillance. Cependant, comme l'investisseur sait que le courtier peut faire défaut, ce risque est intégré au prix du contrat de swap qu'il est prêt à souscrire (l'investisseur ne peut faillir à ses obligations de paiement dans ce modèle).

Les courtiers ont un pouvoir de marché parce qu'ils se distinguent les uns des autres (Salop, 1979) : chacun d'eux propose un éventail de services adapté aux besoins d'une partie seulement des investisseurs. Par exemple, des contrats de swap peuvent être proposés aux investisseurs que les courtiers comptent déjà parmi les clients à qui ils offrent des prêts commerciaux ou des services de courtage privilégié. Une hausse du nombre et de la diversité des courtiers accroît la concurrence, et fait baisser le prix payé par les investisseurs mais également les revenus individuels des courtiers. Quand ceux-ci sont en petit nombre, chacun d'entre eux détient un monopole local à l'égard de la clientèle dont la demande correspond le plus exactement à son offre de services. Une fois que le marché compte un nombre de courtiers suffisant pour supprimer ce monopole, le résultat signalé auparavant se reproduit. L'analyse porte toutefois principalement sur les marchés dépourvus de monopole local.

Le modèle de Fontaine, Pérez Saiz et Slive introduit une contrepartie centrale (CC) dans ce type de marché. Celle-ci permet d'améliorer l'efficacité en diversifiant le risque de défaut de chaque courtier, comme le montrent Koepl et Monnet (2010). Dans le modèle de Fontaine, Pérez et Slive, la CC applique deux règles : a) une règle d'accès, qui limite le nombre de courtiers autorisés à compenser des positions par l'intermédiaire de la CC; b) une règle de plafonnement des risques, qui permet de contrôler la probabilité de défaut des courtiers en restreignant les opérations que chacun d'eux peut accepter. Ces règles représentent un condensé du groupe de règles mises en œuvre par les CC dans la réalité, règles qui, généralement, imposent aux membres des exigences en termes de ressources et de fonctionnement (en plus de certains coûts fixes) et prescrivent certaines marges sur les transactions.

Les courtiers peuvent offrir des contrats de swap à leurs clients à condition d'être membres de la CC. Les investisseurs ne sont pas des membres, mais ils sont assimilés à des participants indirects qui confient aux courtiers leurs opérations de compensation (voir la section intitulée « Autres mécanismes de compensation dans les marchés de gré à gré », page 21).

Encadré 2

Exigences réglementaires en vue d'un accès équitable et non discriminatoire

À la demande des organismes de réglementation nationaux, les CC ont commencé à mettre en place des critères d'accès non discriminatoires et fondés sur le risque avant même l'entrée en vigueur des nouveaux principes relatifs

aux infrastructures des marchés financiers (CSPR-OICV, 2012). Le **Tableau 2-A** réunit les changements mis en œuvre par la contrepartie centrale LCH.Clearnet's SwapClear, qui effectue la compensation des swaps de taux d'intérêt.

Tableau 2-A : Changements des conditions d'adhésion à LCH.Clearnet's SwapClear (2012)

	Anciennes conditions	Nouvelles conditions
Taille minimale des fonds propres	5 milliards de dollars É.-U.	50 millions de dollars É.-U. (taille proportionnelle au montant des expositions)
Taille minimale du portefeuille	1 billion de dollars É.-U.	Aucun montant minimum
Note de crédit	« A » ou une note équivalente de Moody's, Standard & Poor's ou Fitch	La contrepartie centrale évalue les membres potentiels d'après un certain nombre de critères, dont la note de crédit, les ratios financiers, les notes dérivées des informations de marché (p. ex., des swaps sur défaillance), l'apport de la maison mère et les capacités opérationnelles.
Capacités	Les membres doivent prouver, en participant à la simulation de la gestion d'une situation de défaut, qu'ils possèdent des capacités opérationnelles qui leur permettront d'aider au débouclage ordonné des positions de portefeuille d'un membre défaillant.	Les membres doivent prouver, en participant à des simulations, qu'ils possèdent des capacités opérationnelles suffisantes en cas de défaut et qu'ils sont en mesure de fournir à la contrepartie centrale des prix d'exécution en temps réel dans les monnaies servant à la compensation; ils peuvent toutefois externaliser ces responsabilités, sous réserve de l'aval de la contrepartie centrale.

au surcroît de diversification obtenu à la suite de l'arrivée de nouveaux membres dans la chambre de compensation. Les investisseurs préfèrent à un marché sans chambre de compensation centrale un marché où l'accès à la CC est plus ouvert⁷.

Au sein du modèle, les préférences des courtiers ne reflètent pas l'arbitrage concurrence-risque. Leur responsabilité étant limitée, les courtiers n'internalisent pas le coût des défaillances et vont par conséquent toujours favoriser un plafonnement du nombre de participants afin d'accroître les prix et les profits. Une CC amène les investisseurs à favoriser un plus large accès mais elle ne modifie pas les incitations des courtiers. S'ils en ont la possibilité, ceux-ci rendront les règles d'accès de la CC plus rigoureuses que ne le souhaitent les investisseurs. Les autorités de réglementation ont donc un rôle important pour faire en sorte que les règles d'accès reflètent les deux versants de l'arbitrage concurrence-risque⁸.

◀ *S'ils en ont la possibilité, les courtiers rendront les règles d'accès de la CC plus rigoureuses que ne le souhaitent les investisseurs.*

Même dans une situation où l'accès doit être ouvert (**Encadré 2**), le modèle prédit que les courtiers seront incités à influencer sur d'autres règles de la chambre de compensation en vue de restreindre la concurrence. Si des mesures strictes de contrôle des risques sont mises en place dans les CC — qu'il s'agisse de limites de position ou de marges exigées —, il est possible d'éteindre l'effet que la concurrence exerce sur les prix et, donc, de

⁷ Les autres règles et opérations des CC que le modèle ne reproduit pas directement (capacités ou exigences techniques) limitent également l'effet de la concurrence sur les défauts et font pencher les investisseurs en faveur d'un plus large accès.

⁸ Le modèle n'intègre pas entièrement les autres avantages que procurent les CC au titre de la gestion des risques (transparence accrue et compensation multilatérale) et ne prend pas non plus en compte les changements externes qui ont des retombées sur le risque systémique. D'un côté, par exemple, un accès ouvert pourrait entraîner une augmentation du nombre de défauts et avoir des effets nocifs sur les marchés sans mécanisme de compensation auxquels participe le défaillant. D'un autre côté, un accès ouvert pourrait réduire la prépondérance des institutions financières d'importance systémique, ce qui permettrait de diminuer les externalités du risque systémique qui découlent des défaillances.

réduire l'offre de contrats de swap sur le marché et d'augmenter les profits des courtiers. D'après les résultats du modèle, le contrôle strict des risques peut servir d'instrument de coordination qui permet aux courtiers d'imposer un moindre niveau de concurrence. De ce point de vue, il est important que, lorsqu'elles examinent la validité des règles des CC, les autorités réglementaires évaluent comment le resserrement d'une règle (par exemple concernant les critères d'accès) peut influencer la motivation des intervenants à établir d'autres règles (notamment, des dispositifs individuels de contrôle des risques pour les membres)⁹.

Autres mécanismes de compensation dans les marchés de gré à gré

Les investisseurs ont la possibilité d'obtenir des services de compensation sans être directement membres d'une CC. D'autres mécanismes existent, notamment l'accès indirect à la compensation et la compensation des opérations d'un même marché par plusieurs CC potentiellement reliées entre elles. La concurrence que se livrent les CC peut influencer ces modes de compensation, dont l'existence ne dispense pas d'analyser la structure et la concentration du marché lors du choix des règles qu'appliquera la CC.

La compensation indirecte

La participation indirecte fournit un moyen d'accéder à des services de compensation centralisée pour ceux qui ne remplissent pas les critères d'adhésion à une contrepartie centrale ou qui ne désirent pas en devenir membre. Certaines CC autorisent les investisseurs à compenser leurs transactions par l'intermédiaire d'un membre compensateur dont ils sont les clients. Dans cette configuration, la CC délègue aux membres compensateurs le contrôle des risques associés aux participants indirects. Cette délégation peut représenter une méthode efficace de gestion des risques, mais elle peut aussi provoquer une concentration des risques chez un petit nombre de membres directs, ce qui compliquerait la tâche de la CC advenant une défaillance parmi ses membres les plus importants (Galbiati et Soramäki, 2012)¹⁰.

En soi, les mécanismes de compensation indirecte ne permettent probablement pas d'annuler les effets de la concurrence illustrés dans le modèle de Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012). Puisque les services de compensation indirecte sont offerts par les membres compensateurs, il s'ensuit qu'en l'absence de réglementation adéquate imposée par les autorités responsables, la limitation du nombre de membres compensateurs pourrait favoriser l'exercice d'un pouvoir de marché sur les services de compensation indirecte. De plus, la compensation indirecte pourrait devenir plus chère que la compensation directe et présenter de plus grandes difficultés sur le plan de la gestion des risques (Slive, Wilkins et Witmer, 2011).

◀ *Certaines contreparties centrales autorisent les investisseurs qui ne remplissent pas les critères d'adhésion à une CC ou qui ne désirent pas en devenir membre, à compenser leurs transactions par l'intermédiaire d'un membre compensateur dont ils sont les clients.*

⁹ Pirrong (2000) a le même genre de réflexion pour les places boursières : réglementer un marché peut être une entreprise particulièrement difficile quand les forces de la concurrence interagissent avec des structures complexes de gouvernance.

¹⁰ Une CC peut essayer de transférer les clients d'un membre compensateur en défaut à un autre membre compensateur, mais cette solution présentera également plus de difficultés si les services de compensation indirecte sont concentrés entre les mains de quelques membres compensateurs importants, dans la mesure où il pourrait y avoir plus de clients à transférer que de membres survivants susceptibles de les accepter.

Compensation effectuée par plusieurs contreparties centrales et liens entre celles-ci

La présence de plusieurs contreparties centrales compensant les transactions sur un marché ou les opérations relatives à un produit pourrait diminuer la capacité des membres d'une CC donnée d'influencer la concurrence, comme l'expliquent Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012). Le jeu de la concurrence entre CC pourrait conduire à une moindre concentration des risques et limiter l'influence individuelle des membres des chambres de compensation. Par exemple, s'ils étaient exclus d'une CC, des courtiers de petite taille auraient la latitude d'établir leur propre chambre de compensation centrale. Néanmoins, le fait de scinder les services de compensation entre plusieurs CC peut entraîner des coûts et des risques considérables : pour élargir leur part de marché, les CC pourraient être tentées d'alléger le contrôle des risques; par ailleurs, l'accroissement du nombre de ces établissements diminue l'efficacité de la compensation multilatérale car il n'est habituellement pas possible de ramener à un solde unique des positions compensées par des CC différentes. Faire intervenir plusieurs contreparties centrales pour assurer la compensation augmente par conséquent l'exposition aux risques ainsi que le coût de couverture de ces risques dans l'ensemble du système financier. Au même titre que d'autres infrastructures de marché, les CC peuvent profiter d'économies d'échelle, ce qui pousse les participants à réunir en un même endroit la compensation de leurs opérations.

En reliant plusieurs CC les unes aux autres, on peut les rendre plus efficaces, mais on peut aussi, ce faisant, susciter des problèmes transfrontaliers et d'autres obstacles juridiques et réglementaires que les membres et les autorités de réglementation auraient du mal à surmonter. Les liens créés pourraient permettre à deux membres de CC distinctes de compenser des opérations entre leurs chambres de compensation respectives, ou à plusieurs CC d'établir le montant net des expositions des membres qu'elles ont en commun (Mägerle et Nellen, 2011). Dans un cas comme dans l'autre, il serait possible d'améliorer la compensation multilatérale et donc d'abaisser les coûts de la compensation. Ces liens produisent cependant entre les CC des expositions aux risques potentiellement difficiles à contenir; les autorités de réglementation doivent avoir l'assurance que ces expositions seront gérées adéquatement avant d'accepter la mise en place d'un lien. De plus, si les courtiers sont incités à restreindre la concurrence, suivant le modèle de Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012), les incitations les porteraient à refuser des liens susceptibles d'intensifier la concurrence. La Commission européenne a cherché à régler ce problème dans le cadre des marchés d'actions au comptant en obligeant les CC à accepter des accords d'interopérabilité. Mais de telles exigences s'appliquent moins aisément à la compensation centralisée de marchés moins liquides comme ceux des dérivés de gré à gré. Sur ces marchés, le traitement des défauts entre deux CC qui ont un lien entre elles nécessiterait une coordination étendue. Il pourrait être ardu de maintenir ce type de coordination lorsque le lien repose sur une obligation juridique plutôt que sur les incitations des participants.

- ◀ *Faire intervenir plusieurs contreparties centrales pour assurer la compensation augmente l'exposition aux risques ainsi que le coût de couverture de ces risques dans l'ensemble du système financier.*

Conclusion

Les contreparties centrales peuvent améliorer la gestion du risque et accroître la concurrence sur les marchés de gré à gré. Dans le modèle de Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012), les incitations des courtiers poussent les CC à adopter des règles excessivement restrictives qui n'optimisent ni la sûreté ni l'efficacité. Par ailleurs, les règles qui favorisent un accès non

discriminatoire peuvent ne pas suffire à elles seules à résoudre cette situation, puisque d'autres mesures de contrôle, comme les marges exigées ou les limites de position, pourraient restreindre indûment la concurrence.

Notre modèle aide à expliquer pourquoi, dans l'élaboration de règles solides pour les CC, les autorités réglementaires ont institué des normes internationales — notamment les Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers (CSPR-OICV, 2012) — qui tiennent compte de l'importance des enjeux liés à la structure de marché et à l'accès aux services de compensation. Reconnaître l'importance potentielle de la concurrence lors de la détermination des règles que suivront les CC est essentiel non seulement en raison des avantages directs que procurent des marchés efficaces mais encore parce qu'un marché moins concentré permet peut-être de mieux contrôler le risque systémique.

Ouvrages et articles cités

- Acharya, V., et A. Bisin (2010). *Counterparty Risk Externality: Centralized Versus Over-The-Counter Markets*. Internet : <http://ssrn.com/abstract=1573355>.
- Biais, B., F. Heider et M. Hoerova (2012). « Clearing, Counterparty Risk, and Aggregate Risk », *IMF Economic Review*, vol. 60, n° 2, p. 193-222.
- Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-57.
- Chatterjee, P., L. Embree et P. Youngman (2012). « La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-56.
- Comité sur le système financier mondial (CSFM) (2011). *The Macrofinancial Implications of Alternative Configurations for Access to Central Counterparties in OTC Derivatives Markets*, Banque des Règlements Internationaux, coll. « CGFS Papers », n° 46.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2012). *Principles for Financial Market Infrastructures*, Banque des Règlements Internationaux, avril.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2012). *OTC Derivatives Market Reforms: Third Progress Report on Implementation*, 15 juin.
- Duffie, D. (2010). *Minimal Size of Clearing Members*, correspondance électronique avec la U.S. Commodity Futures Trading Commission, 24 août.
- Duffie, D., et H. Zhu (2011). « Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? », *The Review of Asset Pricing Studies*, vol. 1, n° 1, p. 74-95.

- Fontaine, J.-S., H. Pérez Saiz et J. Slive (2012). *Competition and Strategic Control of a Central Counterparty: When Lower Risk Increases Profit*, document de travail n° 2012-35, Banque du Canada.
- Galbiati, M., et K. Soramäki (2012). « Clearing Networks », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 83, n° 3, p. 609-626.
- Global Association of Central Counterparties (2009). *Central Counterparty Default Management and the Collapse of Lehman Brothers*, rapport technique, avril.
- Jackson, J. P., et M. J. Manning (2007). *Comparing the Pre-Settlement Risk Implications of Alternative Clearing Arrangements*, document de travail n° 321, Banque d'Angleterre.
- Koepl, T. V. (2012). *Central Counterparty Clearing: Incentives, Market Discipline and the Cost of Collateral*. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2012/07/Koepl-Thor-paper.pdf>.
- Koepl, T. V., et C. Monnet (2010). *The Emergence and Future of Central Counterparties*, document de travail n° 10-30, Banque fédérale de réserve de Philadelphie.
- Mägerle, J., et T. Nellen (2011). *Interoperability Between Central Counterparties*, document de travail n° 2011-12, Banque nationale suisse.
- Norman, P. (2011). *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, Chichester (Royaume-Uni), John Wiley and Sons.
- Pirrong, C. (2000). « A Theory of Financial Exchange Organization », *The Journal of Law & Economics*, vol. 43, n° 2, p. 437-471.
- Salop, S. C. (1979). « Monopolistic Competition with Outside Goods », *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n° 1, p. 141-156.
- Slive, J., C. Wilkins et J. Witmer (2011). « L'accès aux services de contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 45-52.
- Vives, X. (2010). *Competition and Stability in Banking*, coll. « CESifo Working Papers », n° 3050.
- Wilkins, C., et E. Woodman (2010). « Le renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-48.