

Compensation des dérivés post-BREXIT : état des lieux s ?

Corinna Schempp, Head of EU Policy & Regulation, FIA :
EMIR 2.2 implementation in a post Brexit background

Corinna Schempp présente l'action de la Futures Industry Association, association internationale d'opérateurs intervenant sur les marchés de dérivés pour promouvoir une bonne régulation des échanges. Elle regroupe des spécialistes de 48 pays, et sa mission est d'assurer des marchés ouverts, transparents et compétitifs, de protéger l'intégrité des systèmes financiers et de développer des hauts standards professionnels.

Selon les mots de Michel Barnier, négociateur en chef de l'UE pour le Brexit, le Brexit politique a eu lieu le 31 janvier 2020, et le Brexit économique aura lieu le 31 décembre 2020 (d'ici là le Royaume-Uni reste dans le marché unique et l'union douanière), à moins que le Royaume-Uni ne demande une prolongation de l'accord transitoire d'ici le 30 juin 2020.

Le Royaume-Uni est maintenant un pays tiers. Il n'y a pas de changement au statut du Royaume-Uni pendant la période de transition, mais après la fin de la phase de transition les CCP (Central CounterParties ou chambres de compensation) britanniques comme LCH Limited, ICE Clear Europe et LME devront être traitées comme des TC-CCP (Third Country CCP).

EMIR 2.2 est un dossier important pour le marché des dérivés post-Brexit. Le texte final de niveau 1 a été publié le 12 décembre 2019 et est entré en vigueur le 1er janvier 2020.

EMIR 2.2 a modifié EMIR en mettant l'accent sur les régimes d'autorisation et de surveillance des CCP de pays tiers. Pour les CCP de l'UE, il a introduit une approche plus paneuropéenne de la supervision afin d'assurer une plus grande convergence de surveillance et d'accélérer certaines procédures.

Un comité de surveillance sera chargé d'assurer une surveillance plus cohérente des CCP de l'UE ainsi qu'une surveillance plus robuste des CCP dans les pays tiers. La mise en place du Comité de surveillance est en cours et hautement prioritaire.

La détermination d'une CCP comme étant systématiquement importante est requise par l'ESMA lorsqu'elle examine une demande de reconnaissance. L'ESMA doit examiner un certain nombre de critères relatifs à, par exemple, la nature, la taille et la complexité des activités.

Si une CCP est classée comme CCP de niveau 2, un certain nombre de conditions supplémentaires doivent être remplies pour qu'elle soit reconnue et autorisée à fournir des services de compensation dans l'UE.

EMIR 2.2 introduit de nouveaux pouvoirs et devoirs de surveillance pour l'ESMA. Il s'agit de l'accès à l'information d'une CCP de pays tiers, de l'inspection sur place de la CCP et du partage d'informations avec les régulateurs, les superviseurs et les banques centrales compétents de l'UE.

EMIR 2.2 prévoit également la participation des banques centrales concernées à la reconnaissance et à la supervision des CCP de pays tiers en ce qui concerne les instruments financiers libellés en monnaies de l'UE qui sont autorisés dans une large mesure dans ces CCP.

L'UE (et vice versa le Royaume-Uni/Trésor) doit s'efforcer de procéder à des évaluations d'équivalence d'ici la fin du mois de juin. Nous ne nous attendons pas à des annonces d'ici là et cela ne signifie pas non plus que les décisions d'équivalence devront être prises d'ici là, seulement les évaluations.

Nous attendons maintenant les annonces de fin juin. Nous espérons des approches plus claires et pragmatiques pour la voie à suivre en matière d'équivalence (et soutenons activement le processus en répondant au prochain cycle de consultation EMIR 2.2), pour que le processus d'EMIR 2.2 soit finalisé. Si davantage de clarté et de sécurité juridique ne sont pas au rendez-vous, les membres de la FIA seront préoccupés par le fait que les CCP britanniques pourraient juger nécessaire de délivrer des avis de résiliation (fin septembre) à leurs membres avant la fin de 2020, afin de se conformer aux délais de préavis respectifs. Nous n'avons pas beaucoup de temps jusque-là.

Gilles Kolifrath, Avocat Associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP : Comment négocier ses contrats sur dérivés OTC depuis le 1er février 2020 ?

Le processus de négociation a continué malgré le contexte du COVID et heureusement car le temps est compté.

D'où venons-nous ? la situation européenne pré Brexit : la conclusion des contrats sur dérivés OTC avec le mécanisme du passeport européen repose sur le principe de reconnaissance mutuelle et permet à un établissement agréé dans un pays membre de l'UE ou de l'EEE pour y fournir des services bancaires et financiers de les fournir également dans un ou plusieurs autres Etats membres, sans être contraints d'obtenir un agrément auprès de l'autorité compétente des pays d'accueil des concernés.

Cela vaut pour la liberté d'établissement et la libre prestation de services.

Aujourd'hui il y a en général un agrément dans le cadre de MIF.

Une question clé sur le devenir des chambres de compensation qui compensent les opérations les plus importantes : pourquoi cela change-t-il la donne ? Les chambres de compensation sont historiquement basées à Londres, avec une situation de quasi-monopole des CCP britanniques. Ces chambres pourront-elles intervenir demain ? Se pose donc la problématique de l'agrément pour certains types de contreparties et d'opérations.

Où en sommes-nous ? : Le Royaume Uni a mis en place une mesure transitoire pour permettre aux chambres de compensation étrangères de travailler sur son sol. En mars 2020 ont débuté les négociations sur les relations futures entre l'Union européenne et le Royaume-Uni, avec en point de mire en décembre où on espère voir aboutir un traité. L'approche anglaise repose plus sur une

mécanisme d'accord de coopération, sur le modèle de pays tiers (Canada, Japon), tandis que l'approche européenne repose sur le système de décision d'équivalence. Les deux parties veulent travailler sur un nouveau level playing field avec des standards élevés de coopération.

Le risque d'un cliff edge à l'issue de la période de transition qui doit s'achever le 31 décembre 2020 reste présent. Durant cette période le droit de l'UE continuera de s'appliquer au RU.

En cas de perte des passeports des établissements britanniques se pose la question de la résiliation des contrats sur dérivés OTC. Quelles sont les solutions envisageables ? : Création d'une entité localisée en Europe, les opérations se relocalisant, ce qui permet de travailler dans l'UE, et possiblement transférer le portefeuille d'opérations sur cette entité. Si cette entité n'était pas mise en place, la réglementation a permis des exemptions pour certains contrats, avec une exemption aux obligations d'EMIR et une facilitation de la réplique des contrats cadre.

La tendance est donc à la création de nouvelles entités et la question se pose de savoir si on peut continuer à travailler avec le contrat cadre ISDA. Demeurer en droit britannique présente des inconvénients, et passer en contrat cadre ISDA de droit français est une option avantageuse avec le mécanisme de réplique des contrats cadre et l'absence de changements significatifs par rapport à la version britannique.

Le Haut Comité Juridique de Place a été saisi de ces problématiques.

Faute d'agrément, interdiction pour les utilisateurs de compenser via les CCP britanniques, et pour les régulateurs perte de tout accès à la supervision des CCP britanniques et à l'information sur les flux compensés. Il y a pour l'instant une reconnaissance temporaire des CCP britanniques par l'ESMA et par la Commission européenne (régime de l'équivalence) qui permet une continuité des opérations. Ces points seront à aborder dans le Traité ou par des systèmes de reconnaissance.

Vers quels modèles nous dirigeons-nous ? : Mise en place d'un traité intégrant les dispositions en matière bancaire et financière. Ou bien possibilité de faire rentrer le RU dans un cadre préexistant qui est l'Espace Economique Européen (appliqué à l'Islande, Norvège et Liechtenstein). La troisième voie est la mécanique de la reconnaissance déjà évoquée, qui permet de travailler avec des directives et règlements européens, comme par exemple le régime d'équivalence de la bourse suisse. Mais cela ne concerne pas toutes la réglementation (16 sur 37 directives et règlements) et dépend d'un acte unilatéral et discrétionnaire. L'article 25 du Règlement EMIR en pose les conditions. Ce système est peu réalisable en pratique sur une période longue pour les services financiers.

La sortie du RU de l'UE nous oblige à repenser le système, l'UE étant plutôt hostile à tout changement de cadre, d'où la nécessité de faire des concessions et peut-être d'aller au-delà des réformes récentes (EMIR).

Il y aura probablement plusieurs places spécialisées en Europe, avec la question de la relocalisation de la compensation en Europe et le développement de nouveaux acteurs (Eurex). Ne faut-il pas notamment relocaliser les CCP très systémiques ?

Corentine Poilvet-Clediere, Head of RepoClear and CaLM SA, LCH : Quel accès aux CCP et à la liquidité ?

Après ces présentations juridiques et politiques, elle souhaite donner le point de vue du business, avec une vision internationale et pas seulement entre Bruxelles et Londres.

Location policy est un terme très politique. La juridiction européenne ne peut pas relocaliser un business. Elle peut en revanche refuser de reconnaître ce business, ce qui veut dire que les acteurs européens n'auront plus accès à ce service. Attention, car les acteurs privés n'auront plus le choix qu'ils ont aujourd'hui. Quand on parle de clearing dans le Brexit, on parle de libre-accès. C'est potentiellement ce qui se joue par rapport à des banques d'autres continents, et c'est la voix des clients qui compte sur la base de critères d'efficacité et pas seulement sur un marché captif.

Une chambre de compensation est un véhicule de mutualisation des risques, afin de réduire le risque de contrepartie et éviter la transmission de la crise avec le mécanisme de collatéralisation. Donc plus le pool de clearing est large, avec des profils différents et des cycles de business complémentaires, plus il y a de liquidité et moins les risques de *liquidity crunch* sont élevés. C'est un sujet clé dans le cadre du Brexit : comment accéder au clearing des swaps de taux d'intérêt, du repo euro ? LCH gère à travers ses opérations 18 monnaies dans 62 pays.

Le mécanisme d'équivalence n'existe pas dans tous les pays et il y a la possibilité d'avoir une licence locale pour un opérateur en appliquant les règles de la juridiction. Le clearing doit avoir un *risk management* totalement indépendant, avec une évaluation du risque *mark to market* plusieurs fois par jour, et des appels de marge si nécessaire. La contrepartie doit couvrir un *breach of covenant*. Le fonds de mutualisation et le capital de la chambre de compensation sont des garants supplémentaires. Les critères de *membership* et de gouvernance doivent être également très stricts. La taille et la liquidité du clearing font la qualité du service recherché par les opérateurs. Ainsi, sur le marché du repo, le poids de LCH est 30 fois celui d'Eurex. Attention donc à ne pas casser ces pools de clearing où le risque est très mutualisé entre les membres (près de 900 chez LCH).

LCH propose un large choix à ses clients à Paris avec un service de repo euro, et va ouvrir un service de *sponsored clearing* en partenariat avec le groupe Société Générale (développé ci-après).

Avec le Brexit, un système de reconnaissance temporaire (Temporary Recognition Regime) a été donné par la Banque d'Angleterre afin de pouvoir continuer pour les Britanniques d'accéder au repo basé à Paris, valable trois ans après la fin de la période de transition.

L'offre de *sponsored clearing* va permettre aux institutions non bancaires (fonds, compagnies d'assurance) de rejoindre le pool de clearing et d'accéder à la liquidité.

Maintenant, comment garantir l'accès au clearing quand on est dans l'univers des swaps de taux d'intérêt, dont 95% sont *clearés* à Londres ? Le sterling ne représente en fait que 15% des flux (US dollar 45%), c'est un service international avec des clients dans 62 pays. L'euro représente 20 à 25% des volumes, mais seulement 7% sont le fait d'opérateurs de la zone euro. Beaucoup d'acteurs internationaux choisissent des IRS en euros car la monnaie est attractive. C'est un marché très différent du repo et donc la *location policy* aussi.

SwapClear est aujourd'hui autorisé sous EMIR, qui est le régime le plus strict dans les critères internationaux, et donc répond aux critères de conformité. Si SwapClear n'était pas reconnu, ce serait donc pour des raisons politiques.

Que fait LCH pour maintenir son service dans le cadre du Brexit ? Il faudra trouver une alternative aux opérateurs européens pour cette part d'activité *clearée* à Londres, avec un pool plus petit (20 membres) et un *risk management* plus élevé.

Géraldine Trippner, Managing Director, Head of Financing Solutions, SG Global Markets Rôle et position d'une grande banque, L'offre de Sponsored Repo-Clearing

Géraldine Trippner conclut cet atelier avec une touche très concrète en tant qu'opérateur de marché et présente l'offre de *Sponsored Repo-Clearing* qui prend tout son sens dans le contexte actuel de post Brexit. Le rôle de la banque est de financer l'économie réelle et d'apporter de la liquidité aux investisseurs et des solutions aux clients. Le *Sponsored Repo-Clearing* est un outil d'une grande efficacité pour y répondre, dans le respect des contraintes réglementaires de la Banque. Les clients ont des besoins de collatéral et de swaps, sont à la recherche de rendements et veulent s'assurer d'un marché suffisamment efficient pour placer leurs liquidités ou prêter leurs titres.

Il faut mesurer la capacité d'intermédiation des banques, c'est-à-dire la capacité à mettre leur bilan à la disposition des clients pour ces opérations, alors que les banques doivent réduire leur bilan pour des raisons prudentielles.

C'est une préoccupation de nombreux fonds de pensions et d'assureurs de répondre à cette problématique de pouvoir accéder à la liquidité et de ne pas être coincés sur une fin de trimestre par exemple. Il faut donc offrir à ces clients un marché qui jusque-là était réservé au marché interbancaire. Ce service est disponible aujourd'hui chez LCH Limited, la chambre de compensation étant la contrepartie, ce qui signifie être membre de la CCP. Le Code Monétaire et Financier a donc été amendé pour permettre aux assureurs, fonds de pension, et asset managers d'être membres de la CCP.

On voit à chaque événement disruptif que le meilleur outil est la flexibilité pour pouvoir continuer à avancer. La liquidité est essentielle avec cette offre, qui donne la capacité des banquiers à « netter » une dette avec une autre. Dans le contexte du post Brexit possibilité par exemple de « netter » un OAT avec du Bund ou une autre dette gouvernementale européenne éligible à la plate-forme, ce qui va créer un énorme marché de liquidité et des prix plus stables sur le marché du repo.

Possibilité également pour des clients non continentaux d'intervenir sur cette plate-forme de LCH SA pour bénéficier de cette capacité de clearing.

SG s'est préparée dès le référendum sur le Brexit et offre à ses clients un double set up, à la fois au RU et continental, même si les processus d'*onboarding* prennent du temps.

Il est important de s'assurer de la stabilité de la liquidité dans les périodes disruptives comme celle sur la crise des dettes souveraines ou dans le contexte actuel avec le Brexit et la crise sanitaire qui rajoute de l'incertitude. L'offre de *Sponsored Repo-Clearing* y répond.