



EN MATIÈRE DE CLEARING OTC VERS QUELLES SOLUTIONS À TERME ?

24 mars 2022



Sommaire

I – Introduction à la compensation

II – Passé : d’où venons-nous ?

III – Présent : où en sommes-nous ?

IV – Futur : les perspectives en matière de clearing

I – Introduction à la compensation (1)

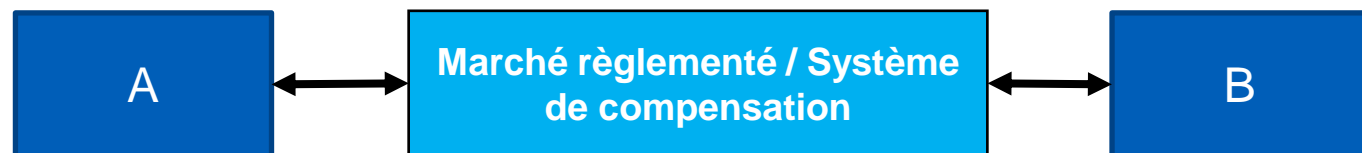
Commentaires sur les dérivés 2

Distinction entre dérivés OTC (Over The Counter), c'est-à-dire gré à gré et dérivés Exchange Traded, c'est-à-dire négocié sur des marchés règlementés.

OTC



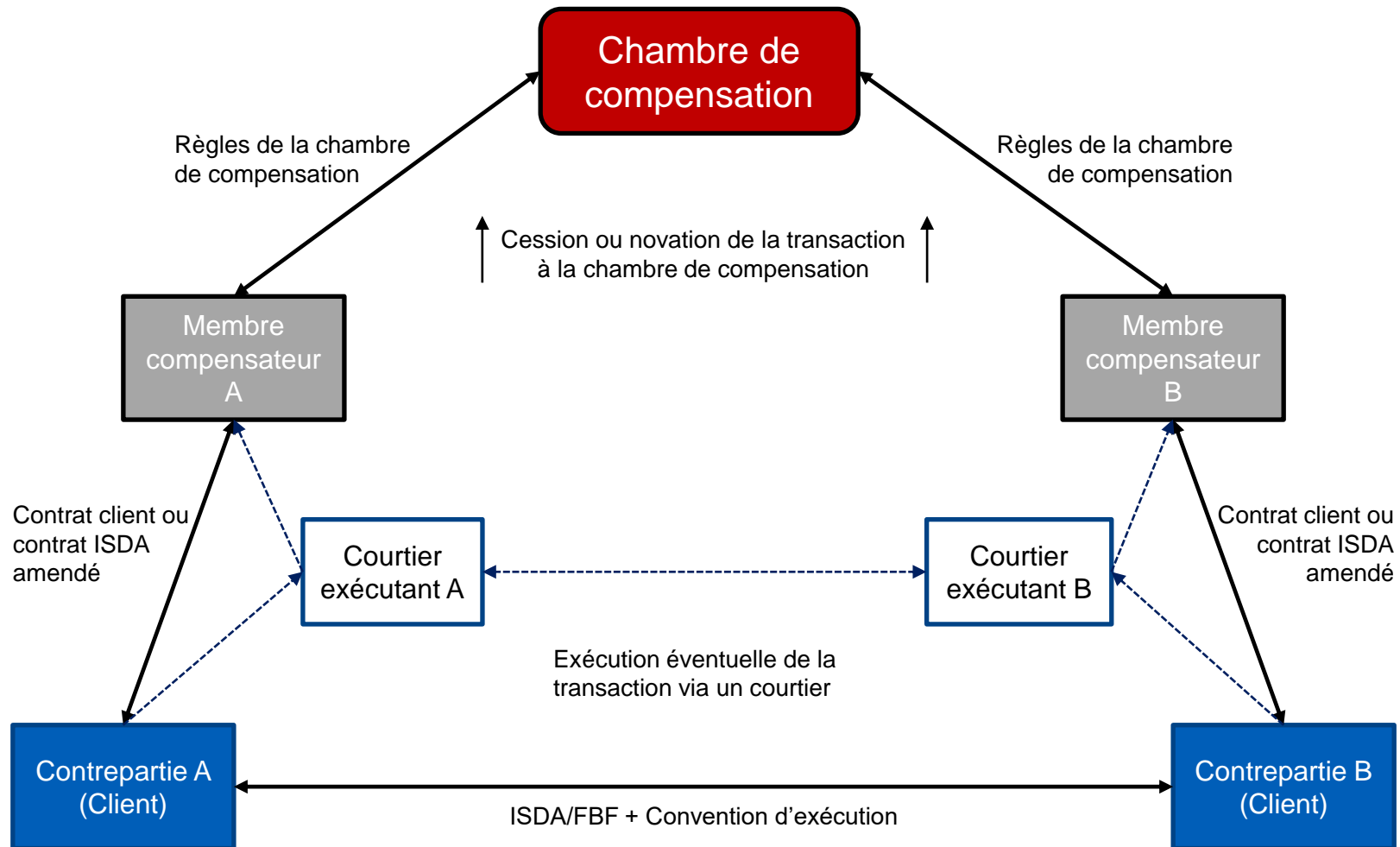
Exchange Traded



Produits **dérivés négociés sur un marché règlementé** (généralement des contrats à terme et des options) ont toujours été compensés (et nécessitent donc une convention de compensation). Ces convention de compensation entre le client et le courtier compensateur sont généralement faites sur mesure (la banque/le membre compensateur aura souvent son propre formulaire de convention de compensation) ; cependant, les chambres de compensation telles qu'Eurex Clearing et LCH publient également des formulaires standard de convention de compensation pour les clients.

Depuis l'entrée en vigueur du règlement (UE) n°648/2012 (« EMIR »), **sous certaines conditions, les produits dérivés de gré à gré sont soumis à une obligation de compensation**, et de nouveaux contrats types ont été rédigés (par exemple, l'Addendum FIA/ISDA sur les produits dérivés de gré à gré).

I – Introduction à la compensation (2)



I – Introduction à la compensation (3)

Le modèle européen « *Principal to Principal* » versus le modèle américain « *Agency* » (mandat)

- **Modèle européen :**

- Dans le modèle européen, dit « *Principal to Principal* » il y a une double relation directe entre la CCP et le membre compensateur (MC) et entre le MC et le Client.

Analyse juridique :

- 1/ Commission : le MC est tenu d'une dette qui lui est propre.
- 2/ Interposition.
- 3/ Commission pour la compensation des dérivés réglementés.

- **Modèle américain :**

- Dans le modèle américain, la compétence du MC repose sur le mandat, la relation est directe entre le Client et la CCP.
- Mais le MC est garant de la bonne exécution du client.

- **Ségrégation :** (Emir l'impose au niveau de la CCP et du MC) :

- Permet l'identification des actifs en cas de défaillance.
- Transfert des actifs vers le membre compensateur solvable ou liquidation ordonnée des positions des clients et restitution de l'excédent de collatéral.
- OSA versus ISA.

II – Passé : d'où venons-nous ? (1)

La situation pré-Brexit : la conclusion des contrat sur dérivés OTC

- **Le mécanisme du passeport européen**

- Repose sur le principe de **reconnaissance mutuelle** (trouvant son fondement dans l'harmonisation des règles applicables en matière bancaire et financière au sein de l'UE et dans la cohérence des pratiques permises par les trois ESA).
- 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 contraint d'obtenir un agrément local** auprès de l'autorité compétente des Etats d'accueil concernés.
- La surveillance de l'établissement est alors le fait de la seule **autorité d'origine** (sous réserve d'éventuelles règles d'intérêt générale).
- Le passeport européen **peut s'exercer selon deux modalités** cumulables :
 - La liberté d'établissement (LE), et
 - La libre prestation de services (LPS).

- **Le rôle majeur de la compensation dans le processus de marché**

- **L'interposition de la CCP** entre les parties permet **une concentration des risques**, qui pèsent alors sur la CCP et non pas sur les parties. Le statut des CCP est donc conçu de manière « robuste » et des garde-fous prudentiels permettent d'assurer que les CCP soient solvables.

II – Passé : d'où venons-nous ? (2)

- **Les obligations du règlement EMIR du 4 juillet 2012**

- **Compensation obligatoire** pour les contrats sur dérivés OTC suffisamment standardisés ; conclus entre deux contreparties financières, une contrepartie financière et une contrepartie non-financière importante, deux contreparties non-financières importantes.

Concrètement, sont concernés les swaps de taux d'intérêt fixe contre variable, les swaps de base sur accord de taux, les accords de taux futurs libellés en euros, en livre, en yens ou en dollars.

- Seules les **QCCPs** (*qualifying central counterparty*) peuvent procéder à la compensation, soit notamment les CCPs des Etats membres de l'UE dès qu'elles sont agréées par leur autorité compétente, **en ce compris les CCPs britanniques avant le Brexit**.
- La compensation par l'intermédiaire de QCCPs permet aux contreparties d'appliquer à leurs expositions nettes sur ces QCCPs une **pondération de risque moins élevée** pour le calcul de leur fonds propres réglementaires (Règlement CRR).

- **La place prépondérante du Royaume-Uni dans la compensation**

- Les **CCPs britanniques** sont dans une situation de **quasi-monopole** dans le secteur de la compensation des dérivés de taux.

Concrètement, SwapClear (LCH) compense près de 99% des swaps de taux d'intérêt OTC dans l'UE

III – Présent : où en sommes-nous ? (1)

- **Le Brexit et la transition post Brexit**

- Le retrait du Royaume-Uni de l'UE à compter du 31 décembre 2020 a eu pour conséquence de créer **un important risque pour les marchés européens**.
- Les contreparties britanniques étant devenues des contreparties centrales d'Etat tiers, **nécessitent une reconnaissance particulière pour conduire leurs opérations au sein de l'UE**. Pour rappel, pour être autorisée à fournir des services au sein de l'UE, une contrepartie centrale établie dans un Etat tiers doit notamment (article 25 du Règlement EMIR) :
 - *bénéficier d'une décision d'équivalence qui permet d'assurer que le cadre réglementaire de l'Etat tiers est équivalent à celui de l'UE (tel que prévu dans le règlement UE 649/2012), et*
 - *faire l'objet d'un examen de l'ESMA.*
- Aux fins d'assurer la stabilité financière et éviter les conséquences qu'une interruption brutale de la fourniture de ces services de compensation par les contreparties centrales britanniques, la Commission Européenne avait **adopté une décision accordant l'équivalence à ces contreparties jusqu'au 30 juin 2022**.
- **La décision d'équivalence temporaire** devait laisser du temps aux différentes contreparties de rapatrier leurs positions vers des CCPs d'Etats membres (en pratique Eurex). Néanmoins, force est de constater que malgré le caractère provisoire de la mesure, les CCPs britanniques demeurent dans une situation de quasi monopole.
- En parallèle, l'ESMA avait annoncé en 2019 reconnaître 3 CCPs britanniques (LCH Limited, ICE Clear Europe Limited et LME Clear Limited).
- Par une décision d'exécution de la Commission Européenne du 8 février 2022, **la reconnaissance de cette équivalence a été prolongée jusqu'au 30 juin 2025**.

III – Présent : où en sommes-nous ? (2)

- **Comment fonctionne le recours au système de la reconnaissance ?**

- **L'article 25 du Règlement EMIR** fixe 4 conditions pour la reconnaissance d'une CCP de pays tiers :
 - **Adoption d'une décision d'équivalence** par la Commission Européenne.

L'équivalence ne peut-être adoptée qu'au prix d'une comparaison effectuée entre le système de l'UE et celui du pays tiers à trois niveaux :

1. Le cadre juridique et le dispositif de surveillance du pays tiers doivent garantir que les CCPs agréées dans ce pays respectent les exigences juridiquement contraignantes équivalentes à certaines des exigences prévues par le Règlement EMIR.
 2. Les CCPs doivent faire l'objet d'une surveillance et d'une mise en œuvre efficaces et continues dans ce pays tiers.
 3. Une réciprocité est nécessaire, puisque le cadre juridique du pays tiers doit prévoir un système effectif équivalent pour la reconnaissance des contreparties centrales agréées en vertu de régimes juridiques de pays tiers.
- Être **agréée dans le pays tiers concerné et y être soumise à une surveillance** et à une mise en œuvre effective de cette surveillance garantissant qu'elle satisfasse pleinement aux exigences en matière prudentielle applicables dans ce pays tiers.
 - **L'établissement de modalités de coopération** entre l'ESMA et les autorités compétentes du pays tiers prévoyant notamment des échanges d'informations.
 - Le pays tiers ne doit pas être inscrit sur la liste des pays tiers dont les **dispositifs de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme** sont insuffisants.

IV – Futur : les perspectives en matière de clearing OTC (1)

- **La question des CCPs d'importance systémique et d'importance systémique substantielle**
 - Le Règlement EMIR 2.2 a introduit un traitement différencié en fonction des niveaux de risques auxquels sont exposées les contreparties centrales. On retrouve dès lors d'une part les CCPs non-systémiques pour l'UE, dites « catégorie 1 », et des CCPs d'importance systémique dites « catégorie 2 » qui obéissent à un régime prudentiel plus contraignant.
 - En outre, s'agissant des CCPs de pays tiers, ce même règlement prévoit que certaines contreparties centrales de pays tiers présentant une très grande importance systémique, eût égard à l'ampleur de leur activités, devraient obtenir un agrément pour exercer leurs activités dans l'UE.
 - **Dans sa communication du 17 Décembre 2021**, l'ESMA identifie des services de compensation britanniques (Swapclear chez LCH, le service CDS d'ICE Clear) comme étant **d'importance systémique substantielle** mais ajoute qu'en l'état, les coûts d'une telle qualification excèderaient les avantages et appelle au maintien de ces services dans l'UE tout en proposant des mesures de limitation des risques (notamment davantage de contrôles).
- **Consultation**
 - Une consultation de la Commission Européenne sur la révision du cadre réglementaire applicable à la compensation centrale s'est achevée le 22 mars 2022. Cette consultation concerne les mesures, législatives et non législatives, envisageables afin d'améliorer la compétitivité des CCPs et des activités de compensation dans l'UE, tout en garantissant que les risques de contrepartie soient gérés et surveillés de manière appropriée.
 - Nous n'avons pour l'instant pas d'information sur les données récoltées à l'occasion de cette consultation, mais elles donneront certainement un aperçu de l'avenir du clearing au sein l'UE.

IV – Futur : les perspectives en matière de clearing OTC (2)

- Le régime d'équivalence ne concerne pas uniquement les CCPs britanniques. De nombreuses CCPs de pays sont reconnues et bénéficient d'une reconnaissance leur permettant d'exercer leur activité dans l'UE.
- Nous notons que **seules les 3 contreparties britanniques** on fait l'objet d'une revue et d'une classification en fonction des risques qu'elles représentent au sens du Règlement EMIR 2.2 [deux en catégorie 2 et une en catégorie 1].

id	Name of the CCP	CCP short name	Identification Code of CCP (LEI)	Country of establishment	Date of recognition	Date of last review	Tier
1	ASX Clear (Futures) Pty Limited	ASXF	549300ZD7BBOVZVFVHK49	Australia	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
2	ASX Clear Pty Limited	ASX	549300JQL1BXTGCCGP11	Australia	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
3	Hong Kong Securities Clearing Company Limited	HKSCC	213800NM8ZNF16ARD34	Hong Kong	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
4	HKFE Clearing Corporation Limited	HKFE	213800WPJUBAVXI5162	Hong Kong	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
5	OTC Clearing Hong Kong Limited	OTCHK	213800CKBBZUAHHARH83	Hong Kong	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
6	The SEHK Options Clearing House Limited	SEOCH	213800NAOHHKRD9IHE35	Hong Kong	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
7	Japan Securities Clearing Corporation ¹	JSCC	549300JHM7D8P3TS4S86	Japan	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
8	Tokyo Financial Exchange	TFX	353800016BHKLPQSXY33	Japan	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
9	Central Depository (Pte) Limited	CDP	549300CMH3J8ASUM8N29	Singapore	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
10	Singapore Exchange Derivatives Clearing	SGXDC	549300ZLWT3FK3F0FW61	Singapore	27 April 2015	n/a	Subject to review of recognition
11	ICE Clear Singapore	ICSG	549300FKHU9M1PAGIO86	Singapore	24 September 2015	n/a	Subject to review of recognition

IV – Futur : les perspectives en matière de clearing OTC (3)

• Quels sont les alternatives aux CCPs réglementés ?

12	JSE Clear	JSEC	213800PJDCXAVMM3J32	South Africa	27 January 2016	n/a	Subject to review of recognition
13	ICE Clear Canada ²	ICECA	549300MDWJLV6LDHP3U32	Canada	27 January 2016	n/a	Subject to review of recognition
14	ICE NGX Canada Inc. ³	NGX	549300MZWL9C8T4V112	Canada	27 January 2016	n/a	Subject to review of recognition
15	Canadian Derivatives Clearing Corporation	CDCC	5493004XJK1P32XQLA57	Canada	27 January 2016	n/a	Subject to review of recognition
16	Asigna Compensacion y Liquidacion	ACYL	549300T5G56HZH116F15	Mexico	27 January 2016	n/a	Subject to review of recognition
17	SIX x-clear AG	SIXX	5493000C6JWJSISPU377	Switzerland	23 March 2016	n/a	Subject to review of recognition
18	Korea Exchange, Inc.	KRX	549300TJ3RRV6Q1UEW14	South Korea	22 April 2016	n/a	Subject to review of recognition
19	Chicago Mercantile Exchange, Inc.	CME	SNZ20JLFK8MNNCLQOF39	United States of America	13 June 2016	n/a	Subject to review of recognition
20	ICE Clear Credit LLC	ICC	T33OE4AS4QXS2TT7X50	United States of America	28 September 2016	n/a	Subject to review of recognition
21	Minneapolis Grain Exchange, Inc.	MGEX	549300RGCVVWZUN04IA69	United States of America	28 September 2016	n/a	Subject to review of recognition
22	ICE Clear US, Inc.	ICUS	549300HWWR1D8OTS2G29	United States of America	14 December 2016	n/a	Subject to review of recognition
23	Dubai Commodities Clearing Corporation	DCCC	549300958ME22EPI3U08	United Arab Emirates	29 March 2017	n/a	Subject to review of recognition
24	The Clearing Corporation of India Ltd	CCIL	335800CNVQFGRCP1PR55	India	29 March 2017	n/a	Subject to review of recognition
25	Nasdaq Dubai Ltd	NDL	213800QL3V1PYPQMLU38	Dubai International Financial Centre	29 March 2017	n/a	Subject to review of recognition
26	Japan Commodity Clearing House Co., Ltd. ⁴	JCCH	353800014689ADHKNO82	Japan	29 March 2017	n/a	Subject to review of recognition
27	B3 ⁵	B3 ⁶	4GTK5S46E6H318LMDS44	Brazil	29 March 2017	n/a	Subject to review of recognition
28	Nodal Clear, LLC	NCL	549300LU7QHVE6ILLC47	United States of America	29 March 2017	n/a	Subject to review of recognition

29	New Zealand Clearing Limited	NZX	549300P2ZLEW2OKT5733	New Zealand	24 May 2017	n/a	Subject to review of recognition
30	Indian Clearing Corporation Limited	ICCL	335800EV4FPEFRWNVX08	India	27 September 2017	n/a	Subject to review of recognition
31	NSE Clearing Limited ⁷	NSCCL	2138003214435KV3S118	India	27 September 2017	n/a	Subject to review of recognition
32	Metropolitan Clearing Corporation of India Limited ⁸	MCX-SXCCL	335800QRNLKAHGA1BL68	India	27 September 2017	n/a	Subject to review of recognition
33	India International Clearing Corporation (IFSC) Limited	IICC	33580091N184YGWNU567	India	6 May 2019	n/a	Subject to review of recognition
34	NSE IFSC Clearing Corporation Limited	NICCL	3358008BK48AHRZV4U98	India	24 June 2019	n/a	Subject to review of recognition
35	Multi Commodity Exchange Clearing Corporation Limited	MCXCCL	254900PJ8P0BANFMCE45	India	3 December 2019	n/a	Subject to review of recognition
36	LCH Limited ⁹	LCH	F226TOH6YD6XJB17KS62	United Kingdom	1 January 2021	n/a	Tier 2
37	ICE Clear Europe Limited ¹⁰	ICEU	5R6J7JQQRIPQR1EEP713	United Kingdom	1 January 2021	n/a	Tier 2
38	LME Clear Limited ¹¹	LMEC	213800L8AQD59D3JRW81	United Kingdom	1 January 2021	n/a	Tier 1

IV – Futur : les perspectives en matière de clearing OTC (4)

- **Quelles alternatives aux CCPs britanniques ?**

- Il n'y a pas d'obstacle à **recourir à d'autres CCPs de pays tiers**, notamment Américaines, dès lors qu'elles sont dûment reconnue par l'ESMA en application de l'article 25 du Règlement EMIR.
- Enfin, la volonté de rapatrier le marché de la compensation au sein de l'UE pourrait notamment se faire grâce au **développement des activités de clearing d'Eurex Clearing** – mais il apparait que le développement des activités de la CCP allemande ne suffit pas, pour l'heure, à faire concurrence à ses homologues britanniques.
- **Possibilité de développement de nouveaux projets en Europe ?** Le clearing est couteux et il convient d'investir beaucoup !
- **Avons-nous le choix ?** Comme en matière de pandémie et de souveraineté militaire, la souveraineté économique passe sans doute par là, mais à quel prix ?

IV – Futur : les perspectives en matière de clearing OTC (5)

- **Le rôle de la place financière de Paris**

- **Une place financière dominante de l'UE** bénéficiant d'un cadre propice au développement des transactions financières

- **La loi pacte** prévoit certaines mesure de désurtransposition concernant les CCPs : un élargissement de la liste des entités pouvant adhérer à une CCP (ie des société de gestion), la qualité pour les CCPs d'établissement de crédit agréé par la BCE devenant une option.
- Création d'un contrat cadre ISDA de droit français.
- Création des chambres internationales du Tribunal de commerce et de la Cour d'appel de Paris.

- **Vers une relocalisation de la compensation au sein de l'UE ? Est-ce possible pour la France ?**

- Le régime d'équivalence mis en place n'est en théorie que provisoire et la volonté de la Commission Européenne était initialement de relocaliser le marché de la compensation au sein de l'UE. Quid du rôle de la France ?

Notre cabinet

 **550 avocats & professionnels**

KPMG a lancé son cabinet d'avocats en 2019, avec des équipes d'avocats et de professionnels très expérimentés qui fournissent des solutions sur mesure pour répondre aux besoins et aux objectifs de votre entreprise.

 **+550 Avocats & professionnels**

 **+50 Associés**




Paris La Défense

- Angers
- Bordeaux
- Brest
- Caen
- Evreux
- Grenoble
- La Rochelle
- Lille
- Limoges
- Lyon
- Marseille
- Metz
- Montpellier*
- Mulhouse
- Nantes
- Nice*
- Orléans
- Pau*
- Reims
- Rennes
- Rouen
- Strasbourg
- Toulouse
- Tours

*Offices to be opened

 **Une forte expertise sectorielle**

 Energie	 Infrastructure	 Immobilier	 Economie sociale et solidaire
 Life sciences	 Banque & Finance	 Distribution	 Industrie & Aéronautique
 Agribusiness	 Technologies	 Automobile	

 **Une offre full-services**

Nous intervenons dans tous les domaines de la fiscalité et du juridique et offrons des services nouveaux et complémentaires aux trois activités historiques de KPMG, avec des conseils de haut niveau, axés sur leur activité, leurs besoins et leurs objectifs, pour réaliser une opération ou résoudre un litige.

Acquisition & Restructuration financière et fiscale
 Modélisation fiscale
 Due diligences
 Rédaction de contrats
 Audit et contentieux fiscaux
 Négociations avec les administrations

Avertissement

- Ce document s'adresse aux personnes présentes à la formation de l'AEFR et ne doit être ni communiqué, ni échangé, ni partagé avec d'autres personnes.
- Ce document est à titre informatif seulement et n'a pas pour but de fournir des conseils juridiques, professionnels ou commerciaux. Ce document ne constitue pas un conseil juridique, professionnel ou une interprétation de la loi. Toute personne souhaitant traiter les thèmes abordés dans ce document doit obtenir l'avis d'un conseil qualifié en fonction de ses besoins spécifiques.
- Les points de vue ou opinions sont fournis à titre purement informatif, n'engagent que leur auteur et peuvent ne pas refléter les opinions de l'ensemble des membres de KPMG Avocats.
- Bien que toutes les précautions aient été prises pour veiller à ce que le contenu soit exhaustif et précis, KPMG Avocats ne donne aucune garantie à cet égard et décline toute responsabilité juridique ou responsabilité pour le contenu et l'exactitude des informations ainsi fournies, ou, pour tout préjudice ou dommage causé résultant directement ou indirectement de l'utilisation de ces informations.
- Les informations contenues dans le présent document peuvent contenir des inexactitudes techniques, des erreurs typographiques ou des omissions. Une fois portées à l'attention de KPMG Avocats, KPMG Avocats fera les meilleurs efforts pour les corriger dès que possible.



Gilles Kolifrath
Avocat associé
Legal - Financial Services & Insurance

Port : +33.(0)6.75.18.84.12
Fixe : +33.(0)1.55.68.51.16
gkolifrath@kpmgavocats.fr

kpmg.fr



Les informations contenues dans ce document sont d'ordre général et ne sont pas destinées à traiter les particularités d'une personne ou d'une entité. Bien que nous fassions tout notre possible pour fournir des informations exactes et appropriées, nous ne pouvons garantir que ces informations seront toujours exactes à une date ultérieure. Elles ne peuvent ni ne doivent servir de support à des décisions sans validation par les professionnels ad hoc. KPMG France est le membre français du réseau KPMG International constitué de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Cooperative, une entité de droit suisse (« KPMG International »). KPMG International ne propose pas de services aux clients. Aucun cabinet membre n'a le droit d'engager KPMG International ou les autres cabinets membres vis-à-vis des tiers. KPMG International n'a le droit d'engager aucun cabinet membre.