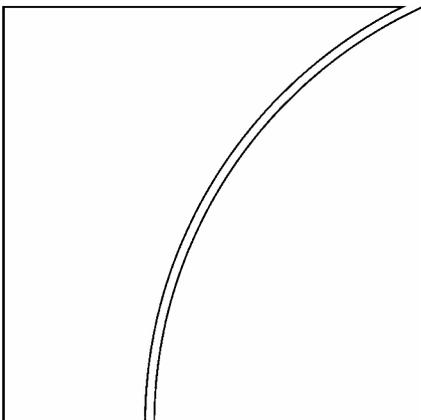


Comité sur les systèmes de
paiement et de règlement

Comité technique de l'Organisation
internationale des commissions de
valeurs



Recommandations pour les contreparties centrales

Novembre 2004



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



Organización Internacional de Comisiones de Valores
International Organization of Securities Commissions
Organisation internationale des commissions de valeurs
Organização Internacional das Comissões de Valores

Pour obtenir des exemplaires des publications, s'adresser à :

Banque des Règlements Internationaux
Presse et communication
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél : publications@bis.org

Télécopie : +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

La présente publication est maintenant disponible sur le site de la BRI (www.bis.org) et de l'OICV (www.iosco.org).

© *Banque des Règlements Internationaux et Organisation internationale des commissions de valeurs 2004. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISBN 92-9197-221-5 (version en ligne)

Avant-propos

Le présent document constitue le troisième rapport du Groupe de travail sur les systèmes de règlement des titres - groupe établi conjointement, en décembre 1999, par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) des banques centrales des pays du Groupe des Dix et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Les *Recommandations pour les contreparties centrales* constituent un ensemble de principes exhaustifs pour la gestion des risques des contreparties centrales (CC).

Les CC occupent une place importante au sein des systèmes de règlement de titres. Elles s'interposent entre les contreparties aux transactions financières, devenant ainsi acheteurs vis-à-vis des vendeurs et vice-versa. Bien conçues et dotées de mécanismes adéquats de gestion des risques, elles réduisent les expositions de leurs participants et contribuent à l'objectif de stabilité financière. Les CC sont depuis longtemps utilisées par les marchés organisés pour leurs transactions sur instruments dérivés et, dans certains cas, sur titres. Plus récemment, les CC se sont implantées sur de nombreux nouveaux marchés de titres, notamment au comptant et de gré à gré. Si une CC peut fortement réduire l'exposition des participants, elle concentre toutefois aussi sur elle les risques et la responsabilité de leur gestion. L'efficacité de son dispositif de contrôle des risques et l'adéquation de ses ressources financières sont donc vitales pour l'infrastructure des marchés qu'elle dessert. Étant donné ce recours croissant aux CC et l'élargissement de leur gamme de services, le CSPR et le Comité technique de l'OICV considèrent que des principes internationaux pour la gestion des risques des CC sont un aspect essentiel pour renforcer la stabilité des marchés financiers.

En mars 2004, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont diffusé, pour consultation, une version préliminaire de ce rapport. Une quarantaine de commentaires ont été reçus de la part de banques centrales et d'autorités de surveillance des opérations sur titres, ainsi que de participants de marché et d'opérateurs de CC. Ils ont été pris en compte et plusieurs recommandations ont été depuis sensiblement amendées.

Le document comporte quinze grandes recommandations, largement explicitées, qui couvrent les principaux types de risques auxquels sont exposées les CC. Il précise leurs champs d'application ainsi que leur relation avec un précédent rapport du Groupe de travail, intitulé *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*. Il propose également une méthodologie de mise en œuvre des recommandations, qui identifie des aspects et questions clés et formule une orientation sur la manière de traduire les réponses sur une échelle d'évaluation.

Le CSPR et le Comité technique de l'OICV invitent les CC à évaluer elles-mêmes dans quelle mesure elles appliquent ces recommandations et à fonder leur communication publique sur les réponses aux questions clés. Il conviendrait que les autorités nationales responsables de la réglementation et de la surveillance procèdent elles aussi à une telle évaluation pour les CC relevant de leur juridiction et qu'elles élaborent, si nécessaire, un programme de mise en œuvre.

Le CSPR et le Comité technique de l'OICV sont reconnaissants aux membres du Groupe de travail et à ses coprésidents, Patrick Parkinson, du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, et Shane Tregillis, de l'Autorité monétaire de Singapour, pour l'excellent travail qu'ils ont effectué et pour la célérité avec laquelle ils ont préparé le présent rapport.

Tommaso Padoa-Schioppa, Président
Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Andrew Sheng, Président
Comité technique de l'OICV

Sommaire

Avant-propos	iii
1. Introduction.....	1
Récapitulatif 1 : CSPR–Comité technique de l’OICV Recommandations pour les contreparties centrales.....	4
2. Champ d’application des recommandations	6
3. Vue d’ensemble des risques d’une contrepartie centrale et de leur gestion.....	8
4. Recommandations.....	14
Recommandation 1 : Risque juridique	14
Recommandation 2 : Conditions de participation.....	17
Recommandation 3 : Mesure et gestion de l’exposition au risque de crédit.....	20
Recommandation 4 : Appels de marge.....	23
Recommandation 5 : Ressources financières.....	26
Recommandation 6 : Procédures de défaut.....	31
Recommandation 7 : Risques de conservation et de placement.....	34
Recommandation 8 : Risque opérationnel	37
Recommandation 9 : Règlements espèces	40
Recommandation 10 : Livraison	43
Recommandation 11 : Risques relatifs aux liens entre contreparties centrales	45
Recommandation 12 : Efficience	49
Recommandation 13 : Gouvernance	50
Recommandation 14 : Transparence.....	53
Recommandation 15 : Régulation et surveillance	55
5. Liste de questions pour les fonds de garantie.....	58
Annexe 1 Modèle destiné à l’évaluation de l’application des recommandations pour les contreparties centrales	61
Annexe 2 Modèle de communication d’information sur la base des questions clés.....	68
Recommandations pour les contreparties centrales Réponses aux questions clés.....	70
Annexe 3 Glossaire.....	72
Lexique	76
Annexe 4 Membres du Groupe de travail CSPR–OICV sur les systèmes de règlement de titres	78

1. Introduction

Contexte

1.1 Une contrepartie centrale s'interpose entre les contreparties aux transactions financières réalisées sur un ou plusieurs marchés, devenant ainsi acheteur vis-à-vis de chaque vendeur et vendeur vis-à-vis de chaque acheteur. Les contreparties centrales sont utilisées depuis longtemps par les marchés de dérivés et par quelques marchés de titres et systèmes de négociation. Ces dernières années, elles ont été introduites sur de nombreux autres marchés et commencent à fournir leurs services sur le gré à gré, notamment pour les mises en pension et les dérivés.

1.2 Une contrepartie centrale peut réduire de manière significative les risques auxquels sont exposés les membres de marché en imposant des contrôles des risques renforcés à tous les membres et, dans de nombreux cas, en procédant à la compensation multilatérale des transactions. Elle tend également à améliorer la liquidité des marchés auxquels elle fournit des services, car elle limite généralement les risques pour les participants et facilite souvent l'anonymat des transactions. Toutefois, une contrepartie centrale concentre aussi les risques et les responsabilités liés à leur gestion. Il est donc essentiel, pour l'infrastructure des marchés concernés, que son contrôle des risques soit efficace et ses ressources financières adéquates.

1.3 Une mauvaise gestion des risques par la contrepartie centrale peut perturber les marchés, ainsi que d'autres composantes des systèmes de règlement des instruments négociés sur ces marchés. Ces dysfonctionnements peuvent, à leur tour, affecter les systèmes de paiement et d'autres systèmes de règlement. C'est pourquoi, compte tenu des risques de perturbation des marchés de titres et de dérivés ainsi que des systèmes de paiement et de règlement, les régulateurs de valeurs mobilières et les banques centrales s'intéressent de près à la gestion des risques des contreparties centrales.

1.4 En novembre 2001, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) des banques centrales des pays du Groupe des Dix (G 10) et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont présenté un rapport intitulé *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres (RSRT)*, qui énumère et étudie 19 recommandations visant à promouvoir la sécurité et l'efficacité des systèmes de règlement de titres. La Recommandation 4, axée sur les contreparties centrales, préconise d'évaluer les avantages et coûts de ces structures et, lorsqu'elles existent, de maîtriser rigoureusement les risques afférents. Cependant, elle ne définit pas de normes détaillées ou exhaustives pour la gestion des risques des contreparties centrales. Plusieurs autres recommandations présentent également un intérêt pour les contreparties centrales, notamment celles portant sur la fiabilité opérationnelle, l'efficacité, la gouvernance, la transparence, la régulation et la surveillance.

1.5 Le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont conclu à la nécessité de normes internationales détaillées et exhaustives pour la gestion des risques des contreparties centrales, compte tenu, d'une part, du rôle important et croissant de ces dernières dans les systèmes de règlement de titres et, d'autre part, des conséquences potentielles d'une mauvaise gestion de ces risques pour les marchés, ainsi que pour les systèmes de paiement et de règlement. En février 2003, ils ont donc chargé leur Groupe de travail sur les systèmes de règlement de titres d'élaborer des normes. Celles-ci devaient couvrir toutes les grandes catégories de risques encourus par les contreparties centrales. Le Groupe de travail devait s'appuyer sur les travaux d'organismes privés et publics, dont ceux de l'association européenne des chambres de compensation avec contrepartie centrale (European Association of Central Counterparty Clearing Houses – EACH) et de CCP-12, qui regroupe des contreparties centrales d'Asie, d'Amérique et d'Europe. Une méthodologie d'évaluation de la mise en œuvre de ces normes devait être définie parallèlement. Ce rapport présente les activités du Groupe de travail.

Relation avec les RSRT

1.6 Les recommandations ci-après sont destinées à remplacer les RSRT, sauf celle qui concerne l'évaluation des coûts et avantages liés à l'introduction d'une contrepartie centrale sur les marchés de titres qui n'en sont pas déjà dotés. Le présent rapport ne vise pas à proposer la création de contreparties centrales sur tous les marchés financiers, et aucune évaluation supplémentaire au regard des RSRT n'est nécessaire si la conformité d'une contrepartie centrale aux présentes

recommandations a déjà été évaluée. Lors de l'évaluation des systèmes de règlement de titres, il est simplement recommandé de se référer aux résultats de l'évaluation des contreparties centrales menée au regard des présentes Recommandations. A l'exception des CCPs, l'évaluation des systèmes de règlement de titres devra continuer à être réalisée au regard des RSRT.

Évaluation des recommandations

1.7 Comme pour les RSRT, le CSPR et le Comité technique de l'OICV souhaitent encourager, via des évaluations périodiques, la mise en œuvre des présentes recommandations. Dans l'idéal, c'est la contrepartie centrale elle-même qui devrait effectuer ces évaluations. Cependant il revient in fine aux autorités nationales, au titre de leurs fonctions de régulation et de surveillance, de déterminer dans le cadre de leur plan de surveillance si les contreparties centrales situées dans leur juridiction appliquent les recommandations. (Si plusieurs contreparties centrales opèrent dans une juridiction, les autorités nationales peuvent décider de limiter leur évaluation à celles qu'elles jugent les plus importantes pour la stabilité financière.) De surcroît, l'application des recommandations peut être évaluée par les institutions financières internationales (IFI, à savoir le Fonds monétaire international et la Banque mondiale) au titre de leur Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) ou de leurs autres fonctions d'assistance technique.

1.8 Lors des précédents efforts de normalisation, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont constaté qu'une méthodologie claire et complète était fondamentale pour l'objectivité et la cohérence des évaluations. Comme précédemment indiqué, ils ont demandé à leur Groupe de travail de définir cette méthodologie parallèlement à l'élaboration des recommandations à l'intention des contreparties centrales. L'approche est la même que pour les *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres : méthodologie d'évaluation* (novembre 2002). Elle est utilisée à grande échelle et généralement jugée très efficace. Elle identifie les aspects essentiels à évaluer pour déterminer le degré d'application de chaque recommandation et les questions clés qui se posent. Elle formule ensuite une orientation sur la manière de traduire les réponses sur l'échelle d'évaluation.

1.9 Les entités chargées de l'évaluation ne devraient pas oublier que l'orientation proposée pour l'attribution d'une évaluation ne constitue pas un cadre rigide. Dans certains cas, une contrepartie centrale peut ne pas respecter strictement les critères d'évaluation de l'application d'une recommandation, mais répondre aux objectifs de sécurité ou d'efficacité sous-jacents à la recommandation, aux aspects et aux questions clés. Une évaluation plus favorable est appropriée si ces objectifs ont été atteints. L'orientation formulée pour l'attribution d'une notation sur l'échelle d'évaluation n'établit qu'une présomption qui peut être réfutée. Si l'évaluateur décide de donner une appréciation plus favorable que l'orientation formulée, elle devrait en justifier les raisons.

1.10 L'entité qui évalue une contrepartie centrale devrait d'abord bien déterminer le marché concerné, notamment les caractéristiques des produits traités, le cycle de règlement, les volumes et les catégories de participants. Elle devrait également chercher à comprendre l'approche globale de la gestion des risques d'une contrepartie centrale, en particulier l'interaction entre les différentes procédures mises en œuvre à cette fin.

1.11 Lorsque les recommandations ne sont pas respectées, il convient de prendre des mesures favorisant leur application. Le plus souvent, ces mesures peuvent et devraient être prises par la contrepartie centrale. Cependant, dans certains cas, celle-ci ne peut assurer l'application des recommandations. Par exemple, il arrive souvent que seule une initiative législative puisse remédier aux faiblesses du cadre juridique. De même, l'amélioration des dispositifs de règlements espèces peut imposer de modifier les systèmes de paiement des banques centrales ou les pratiques des banques commerciales. Dans ces conditions, les autorités de régulation et de surveillance devraient coopérer avec les contreparties centrales pour encourager les ajustements nécessaires. Enfin, seules ces autorités ou le législateur peuvent remédier aux lacunes de la régulation et de la surveillance.

1.12 L'évaluation du niveau de conformité à chacune des recommandations prise individuellement ne saurait être synthétisé simplement par un « score » global de sécurité ou d'efficacité de la contrepartie centrale. Si, à l'issue de leur évaluation, les autorités nationales concluent qu'une ou plusieurs recommandations ne sont pas appliquées et que ce manquement entraîne d'importants problèmes de stabilité financière, elles devraient élaborer un plan d'action formel, en coopération avec la contrepartie centrale concernée, afin d'en permettre la mise en conformité avec les recommandations. Lorsque de nombreuses recommandations ne sont pas appliquées, les autorités nationales et la contrepartie centrale devraient définir les priorités en

examinant les risques encourus par la contrepartie centrale et par le système financier. À cet égard, les résultats de l'évaluation ne peuvent que constituer un point de départ.

Structure du présent rapport

1.13 Le Récapitulatif 1 recense les recommandations, dont le champ d'application est défini dans la section 2. La section 3 analyse les risques auxquels les contreparties centrales sont exposés et donne une vue d'ensemble des éléments communs et des relations entre les principales techniques de gestion des risques. La partie centrale du rapport est la section 4 (recommandations et méthodologie d'évaluation). La section 5 identifie les aspects pertinents pour l'évaluation des mécanismes de garantie utilisés sur certains marchés non dotés d'une contrepartie centrale. L'annexe 1 comporte un modèle de rapport d'auto-évaluation par une contrepartie centrale ou par une autorité nationale. L'annexe 2 présente un modèle d'information du public sur la base des réponses aux questions clés des recommandations. L'annexe 3 propose un glossaire et l'annexe 4 dresse la liste des membres du Groupe de travail.

Récapitulatif 1 :
CSPR–Comité technique de l’OICV
Recommandations pour les contreparties centrales

1. Risque juridique

Une contrepartie centrale devrait être dotée d’un cadre juridique solide, transparent et valide, pour chaque aspect de ses activités, dans l’ensemble des juridictions concernées.

2. Conditions de participation

Une contrepartie centrale devrait exiger que ses membres disposent de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation. Une contrepartie centrale devrait disposer de procédures permettant de contrôler que les conditions de participation sont remplies en permanence. Les conditions de participation à une contrepartie centrale devraient être objectives, publiques et permettre un accès équitable et non discriminatoire.

3. Mesure et gestion de l’exposition au risque de crédit

Une contrepartie centrale devrait mesurer, au moins une fois par jour, son exposition au risque de crédit sur ses participants. Au moyen d’appels de marge, d’autres mécanismes de contrôle des risques, ou d’une combinaison des deux, elle devrait limiter son exposition aux pertes potentielles résultant du défaut de ses participants dans des conditions normales de marché, afin d’éviter que ses activités de contrepartie centrale ne soient perturbées et que les participants non défaillants ne soient exposés à des pertes qu’ils ne pourraient ni anticiper, ni maîtriser.

4. Appels de marge

Si une contrepartie centrale recourt à des appels de marge pour limiter son exposition au risque de crédit sur ses participants, ces appels de marge devraient être suffisants pour couvrir son exposition potentielle dans des conditions normales de marché. Les modèles et paramètres utilisés pour établir des appels de marge devraient prendre en compte le degré de risque et faire l’objet d’un réexamen périodique.

5. Ressources financières

Une contrepartie centrale devrait disposer de ressources financières suffisantes pour surmonter au minimum le défaut du participant présentant l’exposition la plus importante dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles.

6. Procédures de défaut

Une contrepartie centrale devrait clairement définir ses procédures de défaut et en publier les aspects essentiels ; ces procédures devraient lui permettre d’agir dans les meilleurs délais pour contenir les pertes et les contraintes de liquidité et continuer à s’acquitter de ses obligations.

7. Risques de conservation et de placement

Une contrepartie centrale devrait détenir les actifs de façon à réduire au minimum le risque de pertes ou de délai de mobilisation. Les actifs confiés à une contrepartie centrale devraient être placés en instruments présentant des risques minimes de crédit, de marché et de liquidité.

8. Risque opérationnel

Une contrepartie centrale devrait répertorier les sources de risque opérationnel et les réduire au minimum en mettant en place des systèmes, contrôles et procédures appropriés. Les systèmes devraient être fiables et sécurisés et disposer de capacités adéquates et évolutives. Les dispositifs de continuité d'exploitation devraient permettre à la contrepartie centrale d'effectuer une reprise rapide de ses opérations et de s'acquitter de ses obligations.

9. Règlements espèces

Une contrepartie centrale devrait recourir à des dispositifs de règlements espèces qui éliminent ou limitent rigoureusement ses risques de banque de règlement, à savoir ses risques de crédit et de liquidité résultant du recours à des banques pour effectuer les règlements avec ses participants. Les transferts de fonds en faveur de la contrepartie centrale devraient être définitifs dès leur réalisation.

10. Livraison

Une contrepartie centrale devrait clairement définir ses obligations de livraison. Les risques résultant de ces obligations devraient être identifiés et gérés.

11. Risques relatifs aux liens entre contreparties centrales

Une contrepartie centrale qui établit des liens, soit transfrontières, soit domestiques, pour la compensation d'opérations devrait évaluer les sources potentielles de risques qui peuvent en découler et s'assurer que ces risques sont en permanence gérés avec prudence. Un cadre régissant la coopération et la coordination entre les autorités de régulation et de surveillance concernées devrait être établi.

12. Efficience

Tout en garantissant que les opérations sont traitées dans un environnement sûr et sécurisé, les contreparties centrales devraient satisfaire de manière économique aux exigences des participants.

13. Gouvernance

La structure de gouvernance d'une contrepartie centrale devrait être claire et transparente, afin de satisfaire à l'intérêt général et de promouvoir les objectifs de ses propriétaires et de ses participants. Elle devrait en particulier favoriser l'efficacité des procédures de gestion des risques de la contrepartie centrale.

14. Transparence

Une contrepartie centrale devrait donner aux membres du marché des informations suffisantes pour leur permettre de discerner et d'évaluer avec précision les risques et coûts associés à l'utilisation de ses services.

15. Régulation et surveillance

Une contrepartie centrale devrait faire l'objet d'une régulation et d'une surveillance transparentes et efficaces. Les banques centrales et les régulateurs de valeurs mobilières devraient coopérer entre eux et avec les autres autorités compétentes, aux niveaux national et international.

2. Champ d'application des recommandations

2.1 Ces recommandations et la méthodologie d'évaluation qui s'y rapporte ont été élaborées à l'intention des contreparties centrales, c'est-à-dire des entités qui s'interposent entre les contreparties aux transactions financières sur un ou plusieurs marchés, et qui deviennent ainsi acheteurs vis-à-vis des vendeurs et vice-versa. Le recours à une contrepartie centrale est généralement obligatoire sur les marchés de dérivés, et l'est souvent aussi sur les marchés de titres auxquels une contrepartie centrale fournit des services. Les règles régissant ces marchés imposent fréquemment l'exécution des transactions au meilleur cours acheteur ou vendeur, quelle que soit la solvabilité de la partie qui présente l'offre. De fait, les transactions étant souvent anonymes, les opérateurs ne peuvent pas, en pratique, gérer leurs risques de contrepartie et de liquidité vis-à-vis des autres participants. Le recours obligatoire à une contrepartie centrale rend superflue cette gestion bilatérale des risques, car la contrepartie centrale est dans ce cas la contrepartie pour toutes les opérations. Sur les marchés de gré à gré, l'utilisation de ses services est généralement facultative. Les contreparties peuvent accepter de confier leurs transactions à une contrepartie centrale, qui devient donc partie prenante, ou refuser ce transfert, auquel cas elles doivent gérer leurs risques réciproques. Qu'elle fournisse des services à un marché organisé ou de gré à gré, une contrepartie centrale concentre en principe les risques et la responsabilité de leur gestion. Même lorsque l'utilisation d'une contrepartie centrale est facultative, les participants les plus importants recourent activement aux services de cette structure.

2.2 Le Groupe de travail s'est interrogé sur l'opportunité d'appliquer les recommandations et la méthodologie d'évaluation à deux autres mécanismes institutionnels qui remplissent des fonctions analogues à celles d'une contrepartie centrale, mais néanmoins distinctes, à savoir : les fonds de garantie et les adhérents compensateurs (également appelés adhérents compensateurs généraux).

Fonds de garantie

2.3 Nombre de marchés non dotés d'une contrepartie centrale ont introduit un fonds de garantie destiné à offrir aux participants un certain degré de protection contre les pertes résultant de défauts de contrepartie¹. C'est souvent l'opérateur de marché ou le dépositaire central de titres (DCT) qui organise et administre ce fonds. Une telle protection est généralement jugée souhaitable, voire nécessaire, car même les meilleures règles de fonctionnement ou d'autres caractéristiques du marché empêchent les participants de gérer bilatéralement leurs risques de contrepartie. Contrairement à une contrepartie centrale, l'organisateur d'un fonds de garantie, le garant, n'est pas exposé en tant que contrepartie à la défaillance de participants et n'exerce pas, en principe, de fonctions de gestion des défauts. Les dispositifs régissant les fonds de garantie diffèrent largement d'un marché à l'autre, et le Groupe de travail ne dispose pas d'informations complètes sur ces derniers. Le garant fixe habituellement une limite explicite pour les pertes qu'il est prêt à couvrir en cas de défaut de contrepartie. Cette limite est généralement égale à la valeur des actifs déposés en constitution du fonds de garantie. Les participants non défaillants peuvent dans ce cas de figure disposer d'une créance sur les actifs du fonds de garantie pour un montant correspondant aux pertes que le(s) participant(s) défaillant(s) leur a (ont) fait subir. Cependant, si le total de leurs pertes est supérieur à la valeur du fonds, ils ne seraient indemnisés qu'au prorata de leur part dans ce fonds. Or, la valeur des actifs détenus auprès du fonds de garantie est généralement modeste. De plus, dans certains cas, l'utilisation du fonds pour couvrir les pertes est laissée à la discrétion de l'organisateur du fonds.

2.4 Le degré de protection qu'un fonds de garantie apporte aux participants en cas de pertes résultant d'un défaut de contrepartie est manifestement important aux yeux des autorités de régulation et de surveillance des systèmes de règlement de titres. Si les pertes potentielles dépassent la valeur du fonds ou si le garant décide de ne pas rendre les fonds disponibles, les parties non défaillantes peuvent subir des pertes. Si les pertes non compensées sont substantielles, les fonds propres des participants non défaillants risquent d'en pâtir, avec dans les cas extrêmes, des risques de défauts en

¹ Dans certaines juridictions, le terme « fonds de garantie » désigne également un fonds qui indemnise les investisseurs lorsque la défaillance ou la faillite de leur banque, de la société de placement ou du conservateur entraîne la perte des espèces ou des titres confiés à cette entité. Ce type de fonds de garantie n'est pas analysé ici et diffère du dispositif considéré dans cette section, qui, pour les professionnels, constitue une forme de rehaussement du crédit entre l'exécution et le règlement définitif de leurs opérations.

chaîne. Le fonctionnement des marchés pour lesquels le fonds de garantie a été instauré peut en être perturbé, avec des conséquences graves pour les investisseurs et les émetteurs. Ce problème peut encore être aggravé si les participants ne sont pas suffisamment informés de la couverture assurée par le fonds, des obligations du garant et de leurs propres obligations.

2.5 Pour toutes ces raisons, les autorités de régulation et de surveillance devraient évaluer la solidité des fonds de garantie, notamment de ceux qui accompagnent les activités de négociation sur les marchés clés tels que les bourses nationales. Lorsqu'un fonds de garantie existe, l'analyse des coûts et avantages (Recommandation 4 des RSRT) devrait inclure une évaluation de sa solidité. Si cette évaluation indique qu'en cas de défaut, les participants non défaillants risquent de subir des pertes importantes, des dispositions devraient être prises pour renforcer le fonds de garantie ou créer une contrepartie centrale conforme aux recommandations.

2.6 Il est néanmoins difficile d'appliquer aux fonds de garantie la méthodologie d'évaluation des contreparties centrales. Les obligations d'un garant n'étant pas les mêmes que celles d'une contrepartie centrale, plusieurs des recommandations concernant la seconde ne sont pas pertinentes pour le premier. De plus, même lorsque les recommandations sont pertinentes, seules certaines questions clés le sont en pratique. Selon le Groupe de travail, il faudrait toutefois évaluer les fonds de garantie sur la base des recommandations applicables aux contreparties centrales, à savoir les Recommandations 1, 2, 3, 5, 6, 7, 14 et 15. La section 5 présente une liste de questions pertinentes pour ces fonds. La plupart des points précisés sont issus de l'évaluation des contreparties centrales (ou ont été définis en parallèle). Cependant, étant donné l'hétérogénéité des mécanismes et le manque d'informations détaillées sur leur conception et leur fonctionnement, il n'existe à ce jour aucune tentative d'élaboration d'une méthodologie d'évaluation formelle.

Adhérents compensateurs

2.7 Sur de nombreux marchés dotés d'une contrepartie centrale, seuls certains participants sont également membres (contreparties) de cette dernière. D'autres (en général, mais pas exclusivement, les petits opérateurs) ont accès aux services de la contrepartie centrale via un intermédiaire (un adhérent « compensateur »). Ils sont souvent exposés au risque de contrepartie sur cet intermédiaire, et vice-versa. Lorsque de nombreux participants recourent au même adhérent compensateur, il arrive que le risque de contrepartie et la responsabilité de la gestion des risques soient fortement concentrés au niveau de cet intervenant. Une mauvaise gestion des risques par l'adhérent compensateur pourrait donc avoir des conséquences analogues à une mauvaise gestion des risques par une contrepartie centrale. Dans certaines juridictions, les adhérents compensateurs doivent respecter des exigences de fonds propres et d'autres dispositions qui régissent explicitement les risques découlant de la compensation (ainsi que les risques imputables à d'autres activités, que les recommandations ci-après ne couvrent pas mais qui sont susceptibles d'affecter la capacité des adhérents compensateurs à s'acquitter de leurs obligations vis-à-vis de leurs clients). Les autorités nationales peuvent souhaiter déterminer si le cadre réglementaire de leur juridiction et les politiques et procédures de gestion des risques mises en œuvre par les adhérents compensateurs répondent efficacement aux questions et aux préoccupations qui sont à la base de certaines des recommandations : mesure et gestion de l'exposition au risque de crédit, risques de placement et de conservation, risque opérationnel et livraison, notamment.

3. Vue d'ensemble des risques d'une contrepartie centrale et de leur gestion

Les risques

3.1 Les risques qu'une contrepartie centrale doit gérer dépendent des modalités des contrats passés avec les participants. Nombre de contreparties centrales sont cependant exposées à un même ensemble de risques qui doivent être maîtrisés. Il y a tout d'abord le risque que des participants ne s'acquittent pas de leurs obligations, soit à l'échéance soit ultérieurement (risque de contrepartie) ou les exécutent tardivement (risque de liquidité). Si une banque commerciale est utilisée pour effectuer les règlements espèces entre une contrepartie centrale et ses membres, sa défaillance peut induire des risques de crédit et de liquidité pour la contrepartie centrale (risque de banque de règlement). D'autres risques peuvent découler de la constitution de sûretés (risque de conservation), du placement de fonds de chambre de compensation ou d'espèces déposées pour répondre aux appels de marge (risque de placement) et de dysfonctionnements des systèmes et des contrôles (risque opérationnel). Une contrepartie centrale encourt également le risque que le système juridique ne cadre pas avec ses règles et procédures, particulièrement en cas de défaut d'un participant (risque juridique). Si ses activités vont au-delà de son rôle de contrepartie centrale, elles peuvent amplifier certains de ces risques ou compliquer leur gestion.

Risque de contrepartie

3.2 Les contreparties centrales risquent de subir des pertes si un participant est défaillant, en général parce que celui-ci est insolvable. Ce risque de contrepartie peut comporter deux aspects : un risque de pré-règlement ou de coût de remplacement, qui correspond aux pertes liées au remplacement des contrats du participant défaillant, et un risque de règlement ou en principal, qui désigne le risque de pertes sur livraisons ou sur paiements du membre défaillant.

3.3 Si un participant fait défaut, la contrepartie centrale résilie généralement les contrats qu'elle a passés avec lui. Cependant, elle doit continuer de s'acquitter de ses obligations vis-à-vis de ses autres membres et, donc, prendre des dispositions pour éviter un risque de marché. La contrepartie centrale intervient alors sur le marché pour acheter ou vendre des contrats identiques à ceux détenus par le participant défaillant au prix courant. Il y a un risque de coût de remplacement car ces contrats peuvent être cédés à un prix inférieur ou acquis à un prix supérieur à celui de la transaction initiale². L'ampleur du risque de coût de remplacement est fonction de la volatilité des prix des contrats, du temps écoulé entre les dates de transaction et le défaut, ainsi que de la taille des positions remplacées.

3.4 Outre le risque de coût de remplacement, les contreparties centrales sont également confrontées à un risque de règlement. Elles peuvent encourir d'importants risques de crédit le jour du règlement, lorsque le risque porte sur la valeur totale du principal. C'est le cas lorsque les contrats sont réglés par livraison, mais qu'il n'y a pas de procédure de livraison contre paiement (ou règlement-livraison). Si un instrument est livré avant réception du paiement, celui qui le livre risque d'en perdre l'intégralité de la valeur. Si le paiement est effectué avant livraison, le payeur risque de perdre l'intégralité du montant.

Risque de liquidité

3.5 En fonction des modalités des contrats passés avec ses membres, une contrepartie centrale peut être tenue de procéder à divers types de paiements, notamment : répercussion de gains sur l'encours de contrats, répercussion de paiements de dividendes ou d'intérêts, restitution d'excédents de dépôts de garantie ou paiements contre livraisons. Une contrepartie centrale doit continuer d'opérer et d'exécuter dans les délais ses obligations de paiement vis-à-vis des participants non

² La contrepartie centrale peut avoir périodiquement évalué les transactions au prix du marché et collecté des espèces ou des sûretés destinées à couvrir les risques encourus après la date de la transaction initiale. Dans ce cas, le degré du risque de coût de remplacement dépend de l'évolution du prix depuis la dernière collecte.

défaillants, même si un ou plusieurs de ses membres sont défaillants ou si elle-même est confrontée à des problèmes opérationnels. Elle est donc exposée à un risque de liquidité.

3.6 Une contrepartie centrale peut recourir à divers moyens pour s'acquitter de ses obligations de paiement, en utilisant notamment les actifs du participant défaillant, les fonds propres de la contrepartie centrale elle-même, ses bénéfices non distribués, voire les actifs des participants non défaillants. Cependant, ces moyens ne sont souvent pas des espèces. Ils doivent donc être liquidés ou mis en garantie afin que la contrepartie centrale puisse remplir ses obligations, et ce processus peut être difficile ou coûteux à mettre en œuvre dans les délais. De surcroît, lorsque les contreparties centrales effectuent des règlements ou acceptent des dépôts de garantie dans plusieurs devises, des opérations de change peuvent être nécessaires pour convertir dans la monnaie requise le produit des emprunts ou des cessions d'actifs.

Risque de banque de règlement

3.7 Outre le risque lié au défaut de contrepartie, une contrepartie centrale est exposée au risque de défaut de la banque qui fournit des comptes de trésorerie destinés aux règlements espèces avec ses membres. Ce type de défaut entraîne des contraintes de crédit et de liquidité pour la contrepartie centrale. L'ampleur de ces contraintes dépend des montants transitant par la banque défaillante, de la date du défaut et des accords entre contrepartie centrale et banque de règlement. Plusieurs participants pouvant recourir à une même banque de règlement, l'exposition totale de la contrepartie centrale sur cette banque est susceptible d'être bien supérieure à l'exposition la plus importante d'un participant. Le défaut d'une banque de règlement peut donc avoir des conséquences particulièrement graves.

Risque de conservation

3.8 Pour gérer son risque de contrepartie, une contrepartie centrale exige généralement que ses membres constituent un dépôt de garantie destiné à couvrir leur exposition, d'où un risque de conservation. Il existe également un risque de conservation lorsque la contrepartie centrale investit une partie de ses fonds propres ou de ses bénéfices non distribués dans des titres confiés à un conservateur. Il se peut en outre que le détenteur du dépôt de garantie pour le compte de la contrepartie centrale agisse de manière imprudente, commette une fraude ou devienne insolvable, ce qui entraîne la perte du dépôt. Enfin, il peut arriver que des opérations inadéquates effectuées par ce détenteur affectent temporairement la capacité de la contrepartie centrale à utiliser le dépôt de garantie.

Risque de placement

3.9 Une contrepartie centrale dispose de moyens, tels que fonds propres ou réserves, qu'elle place généralement pour obtenir des revenus destinés à compenser une partie de ses coûts de fonctionnement. Ces revenus sont le plus souvent investis à très court terme ou dans des titres présentant un risque minime de marché. Cependant, la contrepartie centrale est confrontée à des risques de crédit et de liquidité vis-à-vis des banques ou des émetteurs. Il y a également risque de placement si elle prévoit de placer les espèces constituées apportées par les membres au titre des appels de marge.

Risque opérationnel

3.10 Le risque opérationnel est le risque de pertes inattendues, consécutives à des dysfonctionnements de systèmes et de contrôles, à des erreurs humaines ou de gestion ou à des perturbations imputables à des événements extérieurs tels que des catastrophes naturelles, des actes terroristes ou des crises sanitaires. La panne d'un système qui compromettrait la capacité d'une contrepartie centrale à suivre et gérer ses risques ou à effectuer les règlements serait particulièrement préoccupante.

Risque juridique

3.11 Le risque juridique est le risque de pertes encouru lorsque la législation ou la réglementation n'est pas compatible avec les principes, les contrats, les droits de propriété ou d'autres intérêts de la

contrepartie centrale. Celle-ci est exposée à divers risques susceptibles d'accroître fortement les pertes résultant d'un défaut. Le risque le plus important est peut-être celui de voir un liquidateur judiciaire contester le droit de la contrepartie centrale à liquider ou à transférer les positions d'un membre défaillant et à en liquider les actifs. Dans un environnement transfrontière, notamment en présence de liens entre contreparties centrales, l'évaluation du risque juridique est plus complexe, car un contrat est ou peut être régi par les lois de plusieurs juridictions. Une contrepartie centrale peut être confrontée à des pertes résultant de l'application d'une législation différente de celle à laquelle elle s'attendait. Le risque juridique est donc susceptible d'amplifier les risques qu'elle gère habituellement.

Les différentes approches de la gestion des risques

Risques de contrepartie et de liquidité

3.12 Les contreparties centrales disposent de divers outils pour gérer les risques auxquels elles sont exposées en fonction de la nature de leurs obligations. Il existe néanmoins un ensemble commun de procédures de gestion des risques de contrepartie et de liquidité. Dans l'ensemble, ces procédures permettent aux contreparties centrales de limiter la probabilité de défaut, les pertes et contraintes de liquidité potentielles en cas de défaut, de veiller à l'existence de ressources adéquates pour couvrir les pertes et assurer le paiement des obligations dans les délais. Lorsqu'elles définissent leurs procédures de gestion des risques, les contreparties centrales cherchent généralement à inciter en priorité les participants à gérer leurs risques avec prudence.

3.13 *Conditions de participation.* Le moyen le plus fondamental de maîtriser les risques de contrepartie et de liquidité consiste à ne traiter qu'avec des contreparties présentant une qualité de signature élevée. Les contreparties centrales s'attachent généralement à réduire la probabilité de défaut en fixant des critères financiers de participation rigoureux. Le plus souvent, leurs membres sont tenus de se conformer à des exigences minimales de fonds propres, tant pour adhérer que pour continuer de participer au système. Ces exigences de fonds propres dépendent fréquemment du degré de risque ou du champ d'activité du participant. Certaines contreparties centrales limitent la participation aux entreprises soumise au contrôle prudentiel, d'autres définissent une note de crédit minimale. Les contreparties centrales n'imposent généralement pas de conditions de liquidité spécifiques, mais certaines examinent l'accès des participants au financement, en particulier leurs lignes de crédit bancaire.

3.14 La valeur des positions des participants pouvant changer rapidement, les contreparties centrales disposent généralement de programmes de déclaration et de suivi d'informations. Ces programmes complètent les informations émanant des systèmes de notification réglementaires auxquels elles ont éventuellement accès; ils constituent une source essentielle d'information si les participants sont soumis à la réglementation d'une juridiction étrangère et que les informations légales ne sont pas disponibles, ou encore lorsque les participants ne relèvent d'aucune réglementation. Les contreparties centrales surveillent généralement le risque des participants et imposent à ces derniers de notifier toute dégradation importante de leur situation financière. Elles peuvent dans ce cas renforcer leur surveillance des activités du participant concerné ou restreindre son activité de négociation.

3.15 Outre les critères financiers, certaines contreparties centrales établissent des normes de fiabilité opérationnelle qui définissent la capacité d'un participant à communiquer dans les délais des informations sur ses transactions et à continuer d'opérer même en cas de perturbation de son système primaire.

3.16 *Limitation des positions ou de l'activité de négociation.* Certaines contreparties centrales recourent à des dispositifs de limites d'exposition, de positions ou d'activité de négociation afin de limiter les pertes en cas de défaut³. Elles peuvent ainsi exercer un certain contrôle sur la constitution des positions des participants, ce qui, avec les variations des cours, détermine l'évolution de leur

³ La limitation de l'exposition est généralement le fait des contreparties centrales, tandis que ce sont plutôt les marchés ou les systèmes de négociation qui plafonnent le volume de transactions ou les positions. En limitant le montant ou la valeur des opérations d'un participant pendant une séance donnée, le plafonnement de l'activité de négociation contribue à la maîtrise de l'exposition d'une contrepartie centrale au risque de contrepartie.

propre exposition envers leurs membres. L'efficacité de ces limitations est fonction du degré de mise à jour des données sur les positions. Cette mise à jour est quasiment instantanée pour certains produits négociés par voie électronique. Ces limites ne permettent cependant pas de maîtriser les variations de l'exposition consécutives à des mouvements de prix.

3.17 *Appels de marge.* On ne peut raisonnablement s'attendre à ce que l'imposition de critères de participation élimine à elle seule le risque de défaut. C'est pourquoi de nombreuses contreparties centrales imposent aux participants de constituer des sûretés pour couvrir leur exposition, de façon à limiter les pertes et les contraintes de liquidité en cas de défaut. En général, ces sûretés (ou garanties) sont fixées de manière à couvrir une forte proportion des pertes éventuelles sur les positions ouvertes des participants. En ce qui concerne les dérivés, les contreparties centrales parlent habituellement d'appels de marge⁴. De même, une partie de celles qui opèrent sur les marchés au comptant imposent à chacun de leurs membres de constituer des sûretés couvrant cette exposition; ces garanties peuvent être constituées sous forme de marges ou de dépôts de garantie placés dans un fonds dit de compensation⁵. La technique de gestion des risques la plus courante consiste à imposer la constitution d'une sûreté destinée à protéger la contrepartie centrale contre un pourcentage élevé des pertes potentielles sur les contrats passés avec ses membres. Nous utiliserons ici le terme « appels de marge ».

3.18 L'efficacité des appels de marge dépend de la capacité de la contrepartie centrale à mesurer et à gérer les éléments constituant les expositions de ses membres. Les contreparties centrales évaluent périodiquement les contrats au prix du marché et mesurent l'exposition résultant des variations des cours survenues depuis leur dernière évaluation. Elles imposent généralement aux participants de se couvrir soit en versant une somme égale au volume des pertes, qui est ensuite transférée aux participants dont les positions se sont accrues, soit en constituant une sûreté permettant de couvrir les pertes évaluées au prix du marché. (Dans le second cas, les participants dont les positions se sont accrues ne reçoivent pas des paiements explicites, mais leur portefeuille est désormais sur-garanti et les sûretés en excédent peuvent être reprises.) Ces formes de paiement sont souvent appelées « marges de variation ». Quel que soit le dispositif choisi par une contrepartie centrale, le versement d'espèces ou la constitution d'une sûreté a pour effet d'éliminer ou de couvrir l'exposition de la CCP sur des positions.

3.19 Quelle que soit sa forme, un mécanisme de marges contre les pertes résultant d'un risque de crédit comporte plusieurs aspects clés : 1) les procédures fixant le niveau de garantie requis, notamment le pourcentage des pertes potentielles qu'une contrepartie centrale entend couvrir et le mode d'estimation de ces pertes ; 2) la fréquence de mise à jour des informations sur les positions ; 3) la fréquence des évaluations des positions au prix du marché et de la collecte des dépôts de garantie ; 4) la stabilité des prix et la liquidité des actifs acceptés en garantie.

3.20 *Ressources financières.* Les conditions de participation, la limitation des positions et les dépôts de garantie constituent un ensemble de mécanismes permettant à une contrepartie centrale d'atténuer ses risques de crédit et de liquidité. Même si ces mécanismes protègent largement la contrepartie centrale, les pertes en cas de défaut d'un participant peuvent néanmoins dépasser les ressources disponibles de ce dernier, pour plusieurs raisons. D'abord, les appels de marge couvrent un pourcentage élevé des mouvements probables des prix, mais ne sont pas fixés à un niveau permettant de couvrir toutes ces variations (en particulier les variations probables des prix en queue de distribution). En outre, avant qu'une contrepartie centrale puisse liquider les positions du participant défaillant (par exemple, en raison de l'illiquidité des marchés), il peut s'écouler davantage de temps qu'on ne l'avait supposé lors de la conception des outils de gestion des risques. De plus, le participant défaillant a peut-être accru ses positions depuis le dernier règlement.

3.21 Les contreparties centrales détiennent donc des ressources leur permettant de se protéger contre les expositions non couvertes par les actifs de participants défaillants et de s'approvisionner en

⁴ Certaines contreparties centrales parlent de dépôt de garantie « initial ».

⁵ Le terme « fonds de compensation » peut également désigner les moyens dont dispose une contrepartie centrale pour la couverture générale des pertes (c'est-à-dire les ressources constituées par un participant qui peuvent être utilisées pour couvrir les pertes entraînées par la défaillance d'un autre participant). Voir les paragraphes 3.20–3.24 ci-dessous pour une analyse des « ressources financières ». Le plus souvent, un dépôt de garantie n'est disponible que pour couvrir les pertes du participant qui l'a constitué.

liquidités dans l'attente de la liquidation de ces actifs. Avec les outils de gestion des risques, ces ressources déterminent le niveau global de protection assuré par le système et le mode de répartition des risques et des coûts entre les parties prenantes d'une contrepartie centrale. Certaines contreparties centrales regroupent ces ressources dans ce que l'on appelle souvent un « fonds de compensation », qui vise à couvrir à la fois un pourcentage élevé des expositions probables et les expositions résultant de conditions de marché plus inhabituelles.

3.22 Nombre de contreparties centrales procèdent à des simulations de crise pour évaluer l'adéquation et la liquidité de leurs ressources financières. Ces simulations partent de l'hypothèse de variations de cours nettement supérieures à celles que les appels de marge doivent couvrir. Elles examinent l'ampleur des expositions non couvertes par les appels de marge et déterminent si les ressources de la contrepartie centrale sont suffisantes pour couvrir les expositions résultant d'un ou de plusieurs défauts.

3.23 Les ressources financières peuvent prendre la forme d'actifs détenus directement par la contrepartie centrale ou de créances éventuelles. Dans le premier cas, il s'agit généralement des fonds propres, des réserves, des dépôts de garantie et des fonds de compensation de la contrepartie centrale. Certaines contreparties centrales détiennent des créances éventuelles sur les ressources des participants. Elles peuvent ainsi disposer du pouvoir nécessaire pour évaluer la capacité des participants non défaillants à couvrir les pertes. Parmi les autres types de créances éventuelles figurent les garanties apportées par la maison mère (celle de la contrepartie centrale elle-même ou celle des participants) et les contrats d'assurance. La répartition entre les ressources détenues directement et celles qui correspondent à ces créances diffère largement d'une contrepartie centrale à l'autre.

3.24 La question de la liquidité et du mode de détention des ressources financières se pose également, étant donné que les contreparties centrales s'engagent généralement à remplir leurs obligations sans retard. Cependant, il arrive qu'une contrepartie centrale ne puisse pas mobiliser une partie de ses ressources sur une journée de transactions. Elle doit alors obtenir des lignes de crédit qui lui permettront de faire face à ses besoins de liquidité.

3.25 *Procédures de défaut.* Si un défaut survient, la contrepartie centrale doit agir pour limiter et *in fine* éliminer son exposition sur ce membre défaillant. Plus les positions d'un participant défaillant restent ouvertes longtemps, plus le risque de crédit est élevé. C'est en priorité sur sa capacité à transférer, liquider ou couvrir rapidement les positions du participant défaillant que la contrepartie centrale doit compter. Or, cette capacité peut être limitée par la taille des positions de ce dernier et par la liquidité des marchés sous-jacents. Si un participant défaillant détient des positions pour des clients, celles-ci sont généralement transférées à un membre non défaillant ou, parfois, liquidées elles aussi.

3.26 Les règles établies par les contreparties centrales précisent l'ordre dans lequel les ressources seront utilisées si un défaut survient. Afin que les participants soient incités à gérer leur propre exposition, les ressources mobilisées en premier sont celles du participant défaillant, à savoir le dépôt de garantie que celui-ci a remis à la contrepartie centrale et tous ses autres actifs sur lesquels la contrepartie centrale détient éventuellement des droits. Si les ressources du participant défaillant sont insuffisantes pour couvrir les pertes de la contrepartie centrale, celle-ci puisera dans ses propres ressources ou dans celles des participants non défaillants. Dans ce dernier cas, le mode d'utilisation des ressources est très variable : certaines contreparties centrales sollicitent en premier lieu les participants qui ont traité avec le membre défaillant, d'autres mutualisent les pertes. (Elles peuvent par ailleurs affecter de manière différenciée les ressources mises en commun en fonction des produits affectés par les défauts.)

3.27 Aucun outil ne permet à lui seul à une contrepartie centrale de gérer ses risques de contrepartie et de liquidité. De plus, ces risques diffèrent en fonction du produit, du marché et du participant. C'est pourquoi les contreparties centrales recourent à diverses combinaisons d'outils de gestion des risques, en choisissant celle qui convient le mieux aux circonstances.

Risque de banque de règlement

3.28 Certaines contreparties centrales éliminent le risque de défaut d'une banque de règlement en faisant uniquement appel à la banque centrale d'émission (à savoir la banque centrale qui émet la monnaie dans laquelle les paiements sont effectués) pour le règlement. Dans les autres cas, la contrepartie centrale gère généralement les risques de crédit et de liquidité en choisissant une ou des

banques de règlement et des dispositifs contractuels qui réduisent au minimum le degré et la durée de son exposition sur cette(ces) banque(s).

Risque de conservation

3.29 Les contreparties centrales cherchent à limiter le risque de conservation en choisissant avec attention les conservateurs et en surveillant la qualité des services de comptabilité et de conservation qu'ils fournissent. Il est notamment essentiel que les procédures du conservateur protègent les dépôts de garantie et les autres actifs détenus par la contrepartie centrale contre les créanciers dudit conservateur. Une contrepartie centrale impose généralement aux conservateurs de faire la preuve de la solidité de leurs contrôles internes et de leur capacité à mobiliser rapidement, suite à des instructions légitimes de sa part, les dépôts de garantie et les actifs qui leur ont été confiés.

Risque de placement

3.30 Les contreparties centrales sont confrontées à des risques de crédit, de marché et de liquidité qui découlent du placement de leurs propres ressources financières et des dépôts de garantie en espèces constitués par les participants. Pour limiter ces risques, elles établissent généralement des normes de solvabilité des emprunteurs et cantonnent leurs placements aux instruments relativement liquides. Les placements peuvent également être garantis et des dispositifs pour limiter la concentration par emprunteur peuvent être utilisés.

Risque opérationnel

3.31 Les contreparties centrales sont exposées à divers risques opérationnels liés à la fois aux activités de leur personnel et au fonctionnement de leurs systèmes. Parmi les mesures de protection types figurent les dispositifs visant à assurer l'adéquation des compétences, de la formation et de la surveillance du personnel, ainsi que l'élaboration et le réexamen périodique des procédures de contrôle internes. Des protections opérationnelles veillent également à la disponibilité, à la connectivité et à la capacité des systèmes informatiques, des systèmes de communication, de l'alimentation électrique et des sources de données des contreparties centrales. Il est fondamental qu'une contrepartie centrale dispose d'un plan de continuité d'exploitation lui permettant de faire face aux événements qui induisent un important risque de perturbation de ses opérations et lui permettant de s'acquitter de ses obligations dans les délais.

Risque juridique

3.32 Les contreparties centrales gèrent le risque juridique via un cadre juridique solide pour chaque aspect de leurs activités, et via l'examen minutieux du droit applicable, ainsi que des contrats et des règles des adhérents compensateurs, lors de l'élaboration de ces contrats et règles, puis sur une base permanente. En fonction de la juridiction dans laquelle une contrepartie centrale est située, la législation spécifique à une telle entité peut constituer le moyen le plus efficace d'assurer la solidité de son fondement juridique. Ainsi, dans certaines juridictions, une législation particulière régit la compensation ou la capacité de la contrepartie centrale à prendre des dispositions en cas de défaut d'un participant. Parmi les autres outils destinés à atténuer le risque juridique figurent la rédaction minutieuse d'un manuel des règles (*rule book*) de la contrepartie centrale et de contrats assurant que les obligations de cette dernière, de ses contreparties et de ses agents sont clairement définis et que la législation des juridictions concernées permette l'application de ces règles.

3.33 Alors que se développent les opérations transfrontières et la compensation de produits transfrontières par les contreparties centrales, parallèlement aux liens entre contreparties centrales, il devient de plus en plus nécessaire d'analyser le cadre juridique de nombreuses juridictions. Dans certains cas, les contreparties centrales peuvent décider du droit applicable à certains aspects de leurs activités. Dans d'autres, un conflit de lois peut exister. Les contreparties centrales gèrent en priorité le risque juridique en adaptant leurs règles et leurs contrats. Par exemple, si une contrepartie centrale n'est pas certaine que ses règles peuvent être respectées dans une autre juridiction, elle peut imposer aux participants de cette juridiction de constituer un dépôt de garantie plus important ou de n'en constituer un que dans sa propre juridiction.

4. Recommandations

Recommandation 1 : Risque juridique

Une contrepartie centrale devrait être dotée d'un cadre juridique solide, transparent et valide, pour chaque aspect de ses activités, dans l'ensemble des juridictions concernées.

4.1.1 Chaque contrepartie centrale devrait disposer d'un cadre juridique solide pour chaque aspect de la gestion de ses risques et de ses opérations. Ce cadre juridique (notamment la législation sur la faillite) devrait clairement régir la novation ou l'offre ouverte, la compensation, les procédures de défaut, les sûretés et fonds de compensation, le caractère exécutoire des règles applicables aux membres de la contrepartie centrale, l'insolvabilité de la contrepartie centrale, le règlement des conflits de lois, l'accès de la contrepartie centrale à l'information sur ses participants et, directement ou indirectement, sur les clients des participants. De plus, le droit et la réglementation régissant une contrepartie centrale, ses règles, procédures, dispositions contractuelles et le délai d'exécution de ses obligations devraient être clairement définis, cohérents sur le plan interne et aisément accessibles aux participants et au public. Si le cadre juridique est sous-développé, opaque ou incohérent, le risque juridique qui en résulte restreindra la capacité d'une contrepartie centrale à opérer efficacement. Les membres du marché financier seront confrontés à un dilemme : soit 1) recourir à une contrepartie centrale sans pouvoir complètement évaluer les risques associés à leur participation, soit 2) refuser de faire appel à une contrepartie centrale. Dans les deux cas, les avantages liés à la réduction des risques pourraient ne pas se concrétiser et, en fonction de l'ampleur des carences du cadre juridique, l'activité de la contrepartie centrale est susceptible d'être une source de risque systémique.

4.1.2 Dans la plupart des juridictions, le concept juridique qui permet à une contrepartie centrale de devenir la contrepartie est soit la novation soit l'offre ouverte. Avec la novation, le contrat initial entre l'acheteur et le vendeur est remplacé par deux nouveaux contrats, l'un entre la contrepartie centrale et l'acheteur, l'autre entre la contrepartie centrale et le vendeur. Dans un système d'offre ouverte, une contrepartie centrale sert automatiquement et immédiatement d'intermédiaire dès que l'acheteur et le vendeur sont parvenus à s'entendre sur les termes de la négociation. Si toutes les conditions prédéfinies sont remplies, l'offre ouverte ne donne jamais lieu à une relation contractuelle entre acheteur et vendeur. Comme la novation, elle apporte aux membres du marché la certitude juridique qu'une contrepartie centrale devra procéder au règlement, si le cadre juridique est approprié à la méthode utilisée pour l'interposition de la contrepartie centrale.

4.1.3 Le cadre juridique devrait permettre la mise en œuvre des mesures essentielles qu'une contrepartie centrale prend pour faire face au défaut ou à l'insolvabilité de participants (transfert et liquidation des positions d'un participant direct ou indirect, notamment). Une contrepartie centrale doit agir rapidement en cas de défaut d'un participant. Toute ambiguïté quant au caractère exécutoire de ces procédures pourrait retarder ou empêcher l'adoption de mesures permettant à la contrepartie centrale de s'acquitter de ses obligations vis-à-vis des participants non défaillants ou de réduire au minimum ses pertes potentielles. La législation sur la faillite devrait favoriser l'isolation des risques, la gestion et l'utilisation des sûretés (dépôts de garantie compris) et des espèces remises à la contrepartie centrale, nonobstant le défaut ou le lancement d'une procédure de liquidation ou de redressement par ou à l'encontre d'un participant.

4.1.4 Le cadre juridique devrait permettre à la contrepartie centrale d'établir clairement ses droits sur les sûretés (dépôts de garantie compris). En général, la constitution des sûretés implique soit un nantissement soit un transfert de propriété. Si une contrepartie centrale accepte un nantissement, elle devrait obtenir un degré d'assurance élevé que celui-ci est constitué de manière valide dans la juridiction concernée et, si nécessaire, valablement opposable aux tiers. Si la contrepartie centrale souhaite un transfert de propriété, elle devrait obtenir un degré élevé d'assurance que celui-ci sera conforme aux modalités écrites et ne sera pas considéré ultérieurement comme invalide ou inopposable.

4.1.5 Le cadre juridique doit être solide afin de permettre à la contrepartie centrale de mobiliser rapidement les sûretés qu'elle détient, lorsqu'un participant manque à ses obligations ou devient insolvable. Il s'agit là d'un aspect fondamental, car tout retard dans la mobilisation d'une sûreté peut empêcher la contrepartie centrale de dûment s'acquitter de ses obligations. Il faut par conséquent que les règles, procédures et contrats régissant le fonctionnement de la contrepartie centrale et les obligations de ses membres aient un caractère exécutoire et que la contrepartie centrale puisse, sans restriction, liquider les sûretés et les transactions. En d'autres termes, les dispositions prises par la

contrepartie centrale conformément à ces règles et procédures ne doivent pas pouvoir ultérieurement être suspendues, contournées ou révoquées.

4.1.6 Le caractère exécutoire des mécanismes de compensation d'une contrepartie centrale devrait également reposer sur des bases juridiques saines et transparentes. La compensation conduit à la réduction des obligations des partenaires ou participants de marché. Souvent, les contreparties centrales compensent leurs obligations nettes de manière bilatérale avec chaque participant. La compensation réduit le nombre et la valeur des livraisons et des paiements nécessaires au règlement d'un ensemble de transactions. En outre, elle limite dans une large mesure les pertes potentielles de la contrepartie centrale en cas de défaut d'un participant. Certaines contreparties centrales compensent également les gains et pertes résultant de la liquidation de positions sur titres ou dérivés. Les mécanismes de compensation devraient être opposables aux membres défaillants qui sont en faillite, et le cadre juridique devrait permettre leur mise en œuvre par la contrepartie centrale, faute de quoi le règlement des obligations nettes risque d'être contesté lors d'une liquidation judiciaire ou administrative. Si cette contestation aboutit, la contrepartie centrale ou ses participants sont redevables des montants bruts, ce qui peut avoir des répercussions considérables, voire dévastatrices, car les obligations brutes représentent parfois de montants plusieurs fois plus importants que les obligations nettes.

4.1.7 Le cadre juridique d'une contrepartie centrale devrait aussi assurer le caractère définitif du règlement. L'un des aspects critiques des dispositifs de règlements espèces est le moment du caractère définitif des transferts de fonds entre les comptes de la contrepartie centrale et ceux constitués par les participants auprès des banques de règlement. Les transferts de fonds devraient être définitifs (irrévocables et inconditionnels) dès leur réalisation (lorsque les comptes sont débités et crédités). Le droit des juridictions concernées devrait permettre l'application des accords juridiques passés par la contrepartie centrale avec les banques de règlement. Le caractère définitif des transferts d'instruments financiers devrait également reposer sur un fondement juridique clair et efficace.

4.1.8 Lorsqu'une contrepartie centrale opère dans plusieurs juridictions via des liens, des participants à distance ou la collecte de sûretés, ses règles devraient clairement indiquer la législation applicable à chaque aspect de ses activités. Les éventuels conflits de lois résultant de divergences dans le droit positif des différentes juridictions potentiellement concernées devraient être identifiés et traités par la contrepartie centrale⁶. Les règles de chaque juridiction régissant les problèmes de conflits de lois devraient ainsi spécifier les critères qui déterminent le droit applicable aux activités en question. Les contreparties centrales devraient prendre en compte les conflits de lois lorsqu'elles élaborent leurs règles et déterminent le droit qui s'appliquera à leurs opérations. Tant les contreparties centrales que les participants devraient également être conscients des facteurs qui limitent leur capacité à déterminer le droit dont relèveront ces opérations. Cependant, aucune juridiction n'autorise généralement les contreparties et les participants à s'affranchir par contrat des mesures d'ordre public qu'elle a fixées.

4.1.9 Les autorités de régulation devraient structurer et habiliter une contrepartie centrale de manière à lui permettre d'utiliser toutes les protections juridiques disponibles dans la juridiction concernée. Indépendamment de sa structure ou de son statut, une contrepartie centrale devrait être juridiquement compétente pour définir les conditions d'accès direct à ses services et refuser l'accès aux entités qui ne remplissent pas ces conditions. De plus, sur le plan juridique, les restrictions découlant du droit, de la réglementation ou relatives à la confidentialité ne devraient pas empêcher les intervenants de donner des informations pertinentes pour leur participation à une contrepartie centrale.

Aspects clés

1. Les lois et la réglementation régissant le fonctionnement d'une contrepartie centrale, ainsi que les règles, procédures et dispositions contractuelles qu'une contrepartie centrale a établies à

⁶ À cet égard, il convient d'encourager les débats de la Conférence de La Haye sur le droit international privé en vue de la promulgation d'une *Convention sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres à détention intermédiaire*.

l'intention de ses membres devraient être clairement définis, cohérents sur le plan interne et aisément accessibles aux participants et au public.

2. Le cadre juridique devrait apporter un degré élevé d'assurance pour chaque aspect des opérations et des procédures de gestion des risques d'une contrepartie centrale.

3. Les règles, procédures et contrats d'une contrepartie centrale devraient avoir un caractère exécutoire lorsqu'un membre de la contrepartie centrale est défaillant ou devient insolvable. Il devrait exister un degré élevé d'assurance que les mesures prises conformément à ces règles et procédures ne pourront pas ultérieurement être suspendues, contournées ou révoquées.

4. Une contrepartie centrale devrait identifier et remédier à tout conflit de lois potentiel découlant de dispositifs transfrontières.

Questions clés

1. Les lois et la réglementation régissant le fonctionnement d'une contrepartie centrale et les règles, procédures et dispositions contractuelles applicables aux membres de la contrepartie centrale sont-ils clairement définis, cohérents sur le plan interne et aisément accessibles aux participants et au public ?

2. Le cadre juridique donne-t-il un degré élevé de certitude qu'il y a un fondement juridique solide et clair pour les aspects suivants :

- activités de contrepartie centrale (base juridique sur laquelle repose la novation ou l'offre ouverte, notamment) ;
- moment où la contrepartie engage sa responsabilité ;
- dispositif de compensation ;
- droits de la contrepartie centrale sur les sûretés (dépôts de garantie compris) qu'un participant lui remet ou lui transfère ;
- procédures de défaut ;
- caractère définitif des transferts de fonds et d'instruments financiers ;
- autres aspects importants des opérations, des procédures de gestion des risques et des règles de la contrepartie centrale.

3. Les règles, procédures et contrats de la contrepartie centrale ont-ils un caractère exécutoire lorsqu'un membre de la contrepartie centrale est défaillant ou devient insolvable ? Existe-t-il un degré élevé d'assurance que les mesures prises conformément à ces règles et procédures ne pourront pas ultérieurement être suspendues, contournées ou révoquées ?

4. Existe-t-il un degré important de participation transfrontière à la contrepartie centrale ? La contrepartie centrale a-t-elle déterminé s'il existe d'autres juridictions à prendre en compte pour l'évaluation de l'adéquation du cadre juridique ? Le cadre juridique a-t-il été évalué pour les autres juridictions concernées ? Dans ce cas, le droit et les règles permettent-ils l'élaboration d'un dispositif transfrontière et protègent-ils de manière adéquate les deux contreparties centrales ? Existe-t-il des conflits de lois et, si oui, sont-ils traités ? Les mécanismes de constitution de sûretés transfrontières ont-ils été évalués ?

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*

- a) Les lois et la réglementation régissant le fonctionnement de la contrepartie centrale et les règles, procédures et dispositions contractuelles applicables aux membres de la contrepartie centrale sont clairement définies, cohérentes sur le plan interne et aisément accessibles aux participants et au public. (Question 1)
- b) Le cadre juridique donne un degré de certitude élevé sur l'existence d'un fondement juridique solide et clair pour toutes les opérations et procédures de gestion des risques de la contrepartie centrale. (Question 2)

- c) Les règles, procédures et contrats de la contrepartie centrale ont un caractère exécutoire, y compris en cas d'insolvabilité d'un membre de la contrepartie centrale et il existe un degré de certitude élevé que les mesures prises conformément à ces règles et procédures ne pourront pas ultérieurement être suspendues, contournées ou révoquées. (Question 3)
 - d) La contrepartie centrale a identifié les juridictions dans lesquelles elle a mis en place des dispositifs transfrontières et pris des mesures pour traiter les conflits de lois ; ou il n'est pas nécessaire de prendre en compte les conflits de lois dans l'évaluation des risques, car le degré de participation transfrontière n'est pas significatif. (Question 4)
2. *Application générale*
- a) Les conditions 1 a), 1 b) et 1 c) sont remplies, hormis quelques détails mineurs qui ne remettent pas en cause la sécurité et la solidité des dispositifs de la contrepartie centrale. (Questions 1, 2, 3)
 - b) La condition 1 d) n'est pas remplie. (Question 4)
3. *Application partielle*
- a) Le cadre juridique n'apporte pas un degré de certitude élevé pour certains aspects des opérations ou des procédures de gestion des risques de la contrepartie centrale qui, bien qu'importants et induisant des risques, ne compromettent pas la sécurité et la solidité globales de la contrepartie centrale. (Question 2)
 - b) Ou : dans quelques cas, les règles, procédures et contrats de la contrepartie centrale peuvent ne pas être pleinement applicables en cas de défaut ou d'insolvabilité d'un membre de la contrepartie centrale, mais les mesures prises par cette dernière ne peuvent être suspendues, contournées ou révoquées. (Question 3)
4. *Non-application*
- a) Le système juridique n'offre pas un cadre adéquat aux opérations ou aux procédures de gestion des risques de la contrepartie centrale, ce qui induit des risques pour la sécurité et la solidité globales de la contrepartie centrale. (Question 2)
 - b) Ou : il n'est pas démontré que les règles et contrats ont un caractère exécutoire en cas de défaut ou d'insolvabilité d'un membre de la contrepartie centrale, ni que les dispositions prises par cette dernière ne peuvent pas être suspendues, contournées ou révoquées. (Question 3)

Notes explicatives

1. Un cadre juridique solide devrait non seulement permettre la réalisation des activités clés de la contrepartie centrale décrites dans cette section, mais également s'accompagner d'un ensemble bien défini de lois sur la propriété, les contrats, les titres, la fiducie, la faillite et la fiscalité. Le cadre juridique devrait également permettre un accès relativement rapide à la justice et (le cas échéant) à l'arbitrage, produire des décisions définitives et inclure un mécanisme relativement pratique assurant l'application de ces décisions.
2. L'expression « un degré de certitude élevé » est fréquemment employée dans le cadre de l'évaluation du risque juridique. En effet, les lois et les règles n'étant habituellement pas soumises à une validation par les tribunaux, les contreparties centrales et leurs membres demandent souvent à un conseil juridique de leur indiquer l'issue probable d'une éventuelle contestation de leur portée et de leur caractère exécutoire.

Recommandation 2 : Conditions de participation

Une contrepartie centrale devrait exiger que ses membres disposent de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation. Une contrepartie centrale devrait disposer de procédures permettant de contrôler que les conditions de participation sont remplies en permanence. Les conditions de participation à une

contrepartie centrale devraient être objectives, publiques et permettre un accès équitable et non discriminatoire.

4.2.1 Une contrepartie centrale cherche à maîtriser ses risques en ne traitant qu'avec des contreparties sûres et fiables. Ce sont en premier lieu les conditions de participation qu'elle fixe qui lui permettront de s'assurer que ses membres disposent de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides pour s'acquitter de leurs obligations. Ces conditions devraient être clairement définies et rendues publiques, afin de favoriser la certitude et la transparence. Pour éviter d'opérer une discrimination envers certaines catégories de participants et de fausser la concurrence, les conditions de participation devraient être objectives et ne pas comporter de critères inutilement restrictifs, de façon à permettre un accès équitable et non discriminatoire aux divers services de la contrepartie centrale⁷. Les conditions de participation qui limitent l'accès pour des raisons autres que des considérations en termes de risque devraient être évitées. Ainsi, des restrictions d'accès pour les non-résidents ne seront en principe pas acceptables, sauf s'il existe d'importants doutes quant à l'opposabilité des règles aux résidents d'autres juridictions ou dans le cas où l'accès à distance exposerait une contrepartie centrale à des risques inacceptables qui ne pourraient être raisonnablement atténués. Une contrepartie centrale peut inclure d'autres indicateurs de risque dans ses conditions de participation, tels que la supervision d'une institution donnée, mais ces indicateurs devraient être clairement liés aux risques qu'elle gère.

4.2.2 Pour réduire la probabilité de défaut d'un participant et permettre à ce dernier d'exécuter ses obligations dans les délais, une contrepartie centrale devrait définir des conditions financières de participation rigoureuses. Les membres sont ainsi généralement tenus de satisfaire à des exigences de fonds propres. Certaines contreparties centrales imposent des exigences de fonds propres plus strictes si l'exposition directe ou indirecte d'un participant est substantielle ou si le participant est adhérent compensateur. Ces exigences de fonds propres peuvent également prendre en compte la nature des produits traités par la contrepartie centrale. Certaines contreparties centrales posent des conditions supplémentaires, telles qu'une notation de crédit minimale ou des garanties de l'organisation mère.

4.2.3 Une contrepartie centrale devrait définir des exigences relatives aux capacités opérationnelles, notamment des procédures appropriées pour la gestion des risques, permettant à ses membres de remplir à temps leurs obligations. Les participants devraient ainsi pouvoir traiter les transactions (en volume et en valeur) dans les délais requis, y compris aux heures et jours de pointe, constituer des sûretés et procéder aux paiements et aux livraisons nécessaires au profit de la contrepartie centrale. Cette dernière devrait aussi s'assurer que ses exigences sont respectées, via un examen périodique, par les participants (direction générale) et par un audit interne indépendant, des politiques relatives aux capacités opérationnelles et à la gestion des risques. De surcroît, une contrepartie centrale peut demander à ses membres les plus exposés d'apporter la preuve d'un niveau de solidité opérationnelle supérieur à celui des autres participants, étant donné que leur dysfonctionnement est susceptible d'avoir de plus grandes répercussions sur l'ensemble du marché.

4.2.4 Une contrepartie centrale doit également s'assurer que les administrateurs et la direction générale des participants satisfont à des normes pertinentes et appropriées. Si les participants sont des entités réglementées, cet aspect peut avoir été au préalable évalué par les autorités publiques.

4.2.5 Une contrepartie centrale devrait disposer de procédures et allouer des moyens suffisants pour vérifier en permanence que les conditions de participation sont respectées⁸. Elle devrait être dotée des pouvoirs nécessaires pour obtenir des informations, disponibles en temps opportun et exactes, sur la conformité des participants à ses dispositions, soit en accédant aux rapports obligatoires remis par les participants aux autorités de régulation (si la loi l'y autorise) soit directement auprès des participants. Les participants devraient être tenus de notifier tout événement de nature à

⁷ Par exemple, une contrepartie centrale qui ne propose ses services qu'aux participants de marché traitant de forts volumes d'opérations (transaction de gros) n'est pas tenue d'offrir ses services aux participants de marché traitant des opérations de détail.

⁸ Cette exigence ne devrait pas être interprétée comme donnant mandat à une contrepartie centrale pour exercer des fonctions de régulation allant au-delà des conditions de participation qu'elle a définies. Le cas échéant, une contrepartie centrale peut compter sur les activités de supervision des autorités de régulation du participant, sans que cela la dispense de mener ses propres contrôles diligents.

affecter leur capacité à respecter les conditions de participation, et une contrepartie centrale devrait être à même d'imposer des restrictions plus rigoureuses aux différents participants lorsqu'elle considère que ces derniers induisent un risque accru. Certaines contreparties centrales ont également le pouvoir de conduire des inspections sur place chez les participants. Une contrepartie centrale devrait disposer de mécanismes de suspension et d'exclusion de manière ordonnée des membres qui ne satisfont plus aux conditions de participation, et ces mécanismes devraient être rendus publics.

Aspects clés

1. Pour que ses membres exécutent leurs obligations dans les délais, une contrepartie centrale devrait fixer des conditions de participation leur imposant de disposer de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides.
2. Une contrepartie centrale devrait disposer de procédures lui permettant de vérifier en permanence que les conditions de participation sont remplies, soit en accédant en temps opportun aux rapports obligatoires présentés par les participants, soit directement si ces rapports ne sont pas disponibles ou ne contiennent pas les informations requises.
3. Les conditions de participation devraient être objectives, permettant ainsi un accès équitable et non discriminatoire ; celles qui limitent l'accès pour des raisons autres que des considérations en termes de risque devraient être évitées. Les conditions de participation, notamment les dispositions relatives à l'exclusion de manière ordonnée de participants, devraient être clairement définies et rendues publiques.

Questions clés

1. La contrepartie centrale fixe-t-elle des critères relatifs aux ressources financières et à la solvabilité des participants ? Si oui, comment ? Quels sont les facteurs pris en compte (taille, compensation pour le compte de participants indirects, produits traités, notamment) ? La contrepartie centrale évalue-t-elle les capacités opérationnelles des participants ? Si oui, comment ? Quels sont les facteurs pris en compte (mécanismes permettant de s'acquitter des obligations de paiement, politiques de gestion des risques, dotation en personnel, audit interne des contrôles des risques et systèmes informatiques, par exemple) ?
2. La contrepartie centrale surveille-t-elle en permanence le respect des conditions de participation ? Si oui, comment ? En accédant aux rapports obligatoires ou directement ? Ces rapports sont-ils présentés suffisamment à temps pour être utiles à cette surveillance ? Dans quelles conditions la contrepartie centrale peut-elle suspendre la participation de membres ou y mettre fin ? De quels mécanismes le système dispose-t-il pour faciliter la suspension ou l'exclusion de manière ordonnée de membres qui ne satisfont plus aux conditions de participation ?
3. Les conditions de participation limitent-elles l'accès pour des raisons autres que des risques ? Sont-elles objectives et permettent-elles un accès équitable et non discriminatoire ? Les conditions de participation, notamment les dispositions relatives à l'exclusion de manière ordonnée de participants, sont-elles clairement définies et rendues publiques ?

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*
 - a) Pour que ses membres exécutent leurs obligations dans les délais, une contrepartie centrale fixe des conditions de participation leur imposant de disposer de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides. (Question 1)
 - b) La contrepartie centrale dispose de procédures lui permettant de vérifier en permanence que les conditions de participation sont remplies. (Question 2)
 - c) i) Les conditions de participation sont objectives, permettant un accès équitable et non discriminatoire, et celles qui limitent l'accès pour des raisons autres que des considérations de risques sont évitées ; ii) les conditions de participation sont clairement définies et rendues publiques. (Question 3)

2. *Application générale*

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) La condition 1 c) i) est remplie, mais la condition 1 c) ii) ne l'est pas entièrement. Certaines conditions ne sont pas rendues publiques. (Question 3)

3. *Application partielle*

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies (Questions 1, 2), mais la condition 1 c) ne l'est pas. (Question 3)
- b) Ou : les conditions 1 b) et 1 c) sont remplies (Questions 2, 3), mais la condition 1 a) ne l'est pas entièrement, car il existe des lacunes dans les conditions de participation en ce qui concerne la capacité financière et opérationnelle des membres. (Question 1)

4. *Non-application*

- a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)
- b) Ou : la condition 1 b) n'est pas remplie. (Question 2)

Recommandation 3 : Mesure et gestion de l'exposition au risque de crédit

Une contrepartie centrale devrait mesurer, au moins une fois par jour, son exposition au risque de crédit sur ses participants. Au moyen d'appels de marge, d'autres mécanismes de contrôle des risques, ou d'une combinaison des deux, elle devrait limiter son exposition aux pertes potentielles résultant du défaut de ses participants dans des conditions normales de marché, afin d'éviter que ses activités de contrepartie centrale ne soient perturbées et que les participants non défaillants ne soient exposés à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper, ni maîtriser.

4.3.1 Pour gérer efficacement son exposition au risque de crédit sur ses participants, une contrepartie centrale doit pouvoir la mesurer. Elle peut la déterminer en évaluant l'encours de ses contrats avec chacun de ses membres aux prix courants du marché (dans les limites autorisées par ses propres règles et par la loi) et en compensant gains et pertes. Une contrepartie centrale est confrontée au risque de changement de son exposition vis-à-vis des participants suite à des variations de cours, de positions ou des deux. Les mouvements défavorables des prix peuvent rapidement accroître l'exposition sur les participants⁹. De plus, ces derniers peuvent rapidement accroître leurs positions, même si, pour réduire ce risque, certains marchés imposent des limites sur l'activité de négociation des membres ou sur leurs positions.

4.3.2 Afin d'assurer l'exactitude de son estimation des risques, une contrepartie centrale devrait donc fréquemment recalculer son exposition envers ses membres, d'après les informations disponibles en temps opportun sur les prix du marché, ainsi que sur la taille et la concentration des positions. La fréquence de ces recalculs dépend de la volatilité des prix sur les marchés concernés, ainsi que de la probabilité que les participants accroissent rapidement leurs positions dans de fortes proportions. Ce dernier point est fonction de la liquidité des marchés et de l'application par les marchés de limites à l'activité de négociation ou aux positions. Néanmoins, une contrepartie centrale devrait mesurer son exposition au moins une fois par jour et disposer des capacités opérationnelles pour le faire également en cours de journée, soit systématiquement, soit au minimum lorsque les seuils spécifiés sont franchis (par exemple, lorsque les variations des prix de marché sont supérieures aux seuils prédéfinis ou lorsqu'un ou plusieurs participants constituent d'importantes positions en une journée).

4.3.3 Une contrepartie centrale devrait pouvoir non seulement mesurer son exposition sur ses participants, mais également engager les actions nécessaires d'après les résultats de ces mesures. Comme indiqué dans la Recommandation 5, elle devrait gérer des ressources financières suffisantes

⁹ La limitation des prix et la suspension des négociations de marché sont susceptibles de retarder l'ajustement des prix de marché, mais peu d'éléments indiquent qu'ils peuvent *in fine* réduire l'ampleur de l'ajustement survenant à la reprise des transactions.

pour pouvoir continuer de s'acquitter de ses obligations dans les délais, y compris en cas de défaut du participant présentant l'exposition la plus élevée dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles. En l'absence de mécanisme limitant son exposition potentielle, elle ne serait pas à même de satisfaire à cette exigence, à moins de pouvoir accroître ses ressources financières très rapidement. Cependant, c'est justement dans les cas nécessitant un accroissement des ressources financières qu'une augmentation de ces dernières pourrait s'avérer la plus difficile à réaliser. La contrepartie centrale devrait également veiller à ce que le défaut de participants dans des conditions normales de marché n'entraîne pas de pertes affectant ses propres opérations ou celles des participants non défaillants. Certaines contreparties centrales mutualisent les pertes résultant d'un défaut en faisant appel aux ressources des participants non défaillants. Ces derniers pourraient être exposés à d'importants risques qu'ils ne peuvent maîtriser si la contrepartie centrale ne dispose pas d'un mécanisme limitant le risque de crédit non assorti de garanties qu'elle court face à ses participants.

4.3.4 Pour faciliter l'application de la Recommandation 5 et empêcher la perturbation des opérations d'une contrepartie centrale ou de ses participants non défaillants, la présente recommandation impose à une contrepartie centrale d'instaurer des mécanismes destinés à limiter son exposition envers ses membres afin que, si les positions d'un participant sont liquidées dans des conditions normales de marché, les participants non défaillants ne soient pas exposés à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser. Cette recommandation ne limite en aucune manière la capacité d'une contrepartie centrale à puiser dans ses ressources financières, comme indiqué dans la Recommandation 5, ou à mettre en œuvre ses procédures de défaut, comme décrit dans la Recommandation 6.

4.3.5 Le mécanisme de protection le plus fréquent contre les pertes potentielles résultant du défaut d'un membre consiste à imposer aux participants de constituer un dépôt de garantie proportionnel au risque lié à leurs positions¹⁰ ; le dépôt de garantie constitué par un participant défaillant serait utilisé avant les autres ressources financières pour couvrir les pertes (Recommandation 6). Nombre de contreparties centrales contrôlent également l'accumulation des expositions en exigeant que les gains et pertes soient réglés très rapidement (souvent sur une base journalière ou intrajournalière). En effet, au moyen des appels de marge et dans des conditions normales de marché, les pertes résultant de la liquidation des positions d'un participant défaillant doivent en principe être couvertes par le dépôt de garantie de ce dernier. Sur les marchés de dérivés et lorsque les contrats sont à long terme ou à effet de levier intrinsèque, les appels de marge qui prennent en compte le degré de risque sont essentiels pour permettre à une contrepartie centrale de limiter efficacement son exposition au risque de crédit (Recommandation 4). Une contrepartie centrale qui recourt à ce type d'appels de marge conformément à la Recommandation 4 devrait être considérée comme satisfaisant au deuxième aspect essentiel de cette recommandation, qui impose des mécanismes de contrôle des risques afin de limiter l'exposition de la contrepartie centrale.

4.3.6 Certaines contreparties centrales opérant sur des marchés au comptant à cycle de règlement relativement court et à échéance fixe (N+1, N+2 ou N+3) utilisent d'autres mécanismes de contrôle des risques. Ainsi, l'activité de négociation ou les positions peuvent être limitées par les marchés pour lesquels une contrepartie centrale effectue la compensation, ce qui permet de maîtriser la constitution des positions¹¹. Une contrepartie centrale qui fournit des services pour des contrats à court terme peut s'appuyer sur une analyse des mouvements de prix antérieurs, de sa capacité (ou de celle du marché auquel elle fournit des services) à limiter les positions, ainsi que de ses règles et ressources, pour démontrer que ses opérations ne seraient pas perturbées et que les participants non défaillants ne seraient pas exposés à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser. Les ressources des participants non défaillants peuvent être prises en compte dans cette analyse, à condition que toute répartition des pertes entre les participants non défaillants soit limitée en valeur absolue ou puisse être maîtrisée d'une autre manière par ces participants. Quelle que soit la

¹⁰ Comme indiqué dans la section 3 et la Recommandation 4, certaines contreparties centrales emploient une terminologie différente pour désigner l'outil de gestion des risques que nous appelons ici « appels de marge ».

¹¹ Une combinaison de mesures peut être mise en œuvre tant sur les marchés de dérivés qu'au comptant. Sur les premiers, la limitation des positions peut également constituer une mesure supplémentaire d'atténuation des risques. Certains marchés au comptant peuvent, eux aussi, exiger des dépôts de garantie en complément de la limitation des positions ou d'autres dispositifs de contrôles.

combinaison de mécanismes qu'elle a choisie pour atténuer les risques, une contrepartie centrale qui ne recourt pas à des appels de marge prenant en compte le degré de risque devrait démontrer que son approche lui permet de faire face à de soudaines variations de cours ou augmentations de la taille des positions sur les marchés sur lesquels elle opère.

Aspects clés

1. Une contrepartie centrale devrait mesurer son exposition envers ses participants au moins une fois par jour et disposer des capacités nécessaires pour le faire sur une base intrajournalière, soit systématiquement soit au minimum lorsque les seuils spécifiés sont franchis. Les informations sur les prix de marché et les positions des participants utilisées pour calculer l'exposition devraient être disponibles en temps opportun.

2. Au moyen d'appels de marge, d'autres mécanismes de contrôle des risques ou d'une combinaison des deux, une contrepartie centrale devrait veiller à être protégée de manière adéquate contre les pertes potentielles résultant de défauts de participants, afin que la liquidation des positions d'un participant dans des conditions normales de marché ne perturbe pas ses propres opérations ni n'expose les participants non défaillants à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser. Pour les contrats à long terme ou à effet de levier intrinsèque, la contrepartie centrale devrait recourir à des dispositifs d'appels de marge qui observent intégralement les dispositions de la Recommandation 4.

Questions clés

1. À quelle fréquence la contrepartie centrale mesure-t-elle son exposition sur ses participants ? Dispose-t-elle des capacités nécessaires pour mesurer l'exposition sur une base intrajournalière ? Dans quelle mesure les informations sur les prix et les positions utilisées dans ces calculs sont-elles disponibles en temps opportun ?

2. Comment la contrepartie centrale limite-t-elle son exposition aux pertes potentielles résultant de défauts de participants ? Si elle recourt à des appels de marge, observe-t-elle la Recommandation 4 ? Si tel n'est pas le cas, comment veille-t-elle à ce que la liquidation des positions d'un participant dans des conditions normales de marché ne perturbe pas ses propres opérations ni n'expose les participants non défaillants à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

a) i) L'exposition potentielle est mesurée au moins une fois par jour et les informations sur lesquelles se fondent les calculs sont disponibles en temps opportun. ii) La contrepartie centrale dispose des capacités nécessaires pour recalculer l'exposition sur une base intrajournalière soit systématiquement, soit lorsque les seuils prédéfinis sont franchis. (Question 1)

b) La contrepartie centrale observe la Recommandation 4 **ou** dispose de moyens et d'autres mécanismes de contrôle des risques pour limiter son exposition aux pertes potentielles résultant de défauts de participants dans des conditions normales de marché, de sorte que ses opérations risquent pas d'être perturbées et que les participants non défaillants ne risquent pas d'être exposés à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser. (Question 2)

2. Application générale

a) La condition 1 a) i) est remplie. (Question 1)

b) La condition 1 a) ii) n'est pas remplie (Question 1) **ou** la condition 1 b) n'est pas entièrement remplie. La contrepartie centrale observe de manière générale la Recommandation 4 ou il existe des lacunes mineures au niveau d'autres mécanismes de contrôle des risques. (Question 2)

3. Application partielle

a) La condition 1 a) i) est remplie. (Question 1)

- b) La condition 1 b) n'est pas remplie. La contrepartie centrale n'observe pas intégralement ou de manière générale la Recommandation 4 et n'a pas démontré qu'elle dispose de moyens et d'autres mécanismes de contrôle des risques permettant d'éviter que la liquidation des positions d'un participant, dans des conditions normales de marché, ne perturbe ses propres opérations ou n'expose les participants non défaillants à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser. (Question 2)

4. *Non-application*

- a) La condition 1 a) i) n'est pas remplie. (Question 1)

Note explicative

1. Les conditions normales de marché sont des variations des cours qui donnent lieu à des modifications des expositions de nature à excéder les appels de marge ou les autres mécanismes de contrôle des risques avec une fréquence de 1 % seulement, soit en moyenne une séance sur 100. Par exemple, dans le cas d'un contrat d'achat d'un actif, les conditions normales de marché sont les conditions dans lesquelles les variations de prix sont égales ou supérieures au premier centile de la répartition des changements potentiels de valeur du contrat durant l'intervalle pendant lequel les expositions peuvent s'accumuler. La présente recommandation ne spécifie pas l'étendue des données historiques à utiliser pour déterminer la norme. Le volume approprié des données à exploiter diffèrera d'un marché à l'autre et au cours du temps. Si, par exemple, la volatilité s'accroît, une contrepartie centrale peut souhaiter utiliser un intervalle court, qui tient mieux compte de cette volatilité accrue sur ses marchés.

Recommandation 4 : Appels de marge

Si une contrepartie centrale recourt à des appels de marge pour limiter son exposition au risque de crédit sur ses participants, ces appels de marge devraient être suffisants pour couvrir son exposition potentielle dans des conditions normales de marché. Les modèles et paramètres utilisés pour établir des appels de marge devraient prendre en compte le degré de risque et faire l'objet d'un réexamen périodique.

4.4.1 Beaucoup de contreparties centrales recourent à des appels de marge pour limiter leur exposition au risque de crédit et pour constituer un ensemble de ressources destinées à couvrir les pertes en cas de défaut d'un participant dans des conditions normales de marché. Une contrepartie centrale devrait recourir à des appels de marge pour les contrats à long terme ou à effet de levier intrinsèque. C'est ce que font de nombreuses contreparties centrales qui ont commencé à proposer leurs services au cours des dernières années sur les marchés au comptant¹².

4.4.2 Pour établir des appels de marge, une contrepartie centrale devrait utiliser des modèles et des paramètres tenant compte du profil de risque des produits traités (données historiques sur la volatilité, la liquidité du marché, et identification des produits présentant comme caractéristique des cours non linéaires, notamment) et prenant en compte l'intervalle de temps entre deux collectes de dépôts de garantie. Ces modèles et paramètres devraient périodiquement faire l'objet d'un réexamen et d'un contrôle *ex post* (au moins tous les trimestres), destinés à évaluer la fiabilité de la méthodologie en termes de couverture souhaitée. Ces réexamens devraient être plus fréquents en période de turbulences sur les marchés. Le processus d'établissement des appels de marge devrait être validé par un haut responsable de la gestion des risques au sein de la contrepartie centrale.

4.4.3 Les appels de marge font peser des coûts d'opportunité sur les membres de la contrepartie centrale. Celle-ci doit donc trouver un équilibre entre une meilleure protection pour elle-même et des coûts d'opportunité supérieurs pour ses participants. C'est pourquoi les appels de marge ne sont pas destinés à couvrir le risque de prix dans toutes les conditions de marché. Une contrepartie centrale devrait néanmoins évaluer la durée de l'intervalle entre la dernière collecte de dépôts de garantie avant survenue d'un défaut et la liquidation de positions sur un produit en particulier, et disposer de

¹² Certaines contreparties centrales parlent de « fonds de compensation ». Voir la section 3 pour une analyse de cette terminologie.

dépôts de garantie suffisants pour couvrir les pertes potentielles durant cette période, dans des conditions normales de marché.

4.4.4 Pour atténuer les risques intrajournaliers, une contrepartie centrale devrait être dotée du pouvoir et des capacités opérationnelles nécessaires pour procéder à des appels de marge intrajournaliers, au minimum lorsque les seuils prédéfinis sont franchis (par exemple, lorsque les variations des prix de marché dépassent ces seuils ou lorsque les positions d'un ou plusieurs participants s'accroissent fortement sur une journée). Certaines contreparties centrales fournissent des services aux marchés sur lesquels les expositions peuvent évoluer considérablement en une journée, suite aux transactions effectuées par les participants ou en raison de la volatilité des cours. Dans ces cas, la contrepartie centrale devrait surveiller les expositions sur une base intrajournalière (Recommandation 3) et limiter les pertes potentielles résultant de ces expositions, à la fois au moyen d'appels de marge intrajournaliers systématiques et d'appels de marges intrajournaliers extraordinaires.

4.4.5 Lorsqu'elle calcule les appels de marge, une contrepartie centrale peut autoriser des compensations ou des réductions des dépôts de garantie requis entre les produits pour lesquels elle est contrepartie, s'il existe une corrélation significative et fiable du risque de prix entre deux produits. Pour les compensations, la contrepartie centrale devrait se fonder sur une méthodologie économiquement pertinente, qui reflète le degré de corrélation des prix des produits.

4.4.6 Le dépôt de garantie jouant un rôle lors d'un défaut, une contrepartie centrale doit être certaine de sa valeur en cas de liquidation et doit pouvoir l'utiliser rapidement. En règle générale, elle devrait limiter les actifs acceptés en garantie aux instruments très liquides¹³. Ces actifs devraient être évalués chaque jour au prix du marché. Des décotes devraient être appliquées au prix de ces actifs, de façon à refléter correctement le potentiel de dépréciation entre la dernière réévaluation et le moment où l'on peut raisonnablement supposer que ces actifs seront liquidés. Les procédures relatives aux décotes devraient être réexaminées périodiquement. Si le prix du marché ne représente pas la juste valeur de l'actif, la contrepartie centrale devrait avoir toute latitude pour évaluer d'après ses propres méthodes les actifs remis en garantie. Si elle accepte des devises, les risques de change devraient également être pris en compte. Étant donné les préoccupations éventuelles quant à sa capacité à liquider des garanties rapidement et sans répercussions importantes sur les prix, une contrepartie centrale peut limiter la concentration de certains actifs (notamment des titres émis par tel ou tel emprunteur).

Aspects clés

1. Les appels de marge devraient être suffisants pour couvrir les pertes potentielles durant l'intervalle allant de la dernière collecte de dépôts de garantie avant survenue d'un défaut à la liquidation des positions dans des conditions normales de marché. Les modèles et paramètres utilisés pour déterminer les appels de marge tiennent compte du profil de risque des produits traités et de la fréquence des collectes de dépôts de garantie. Leur capacité à parvenir à la couverture souhaitée devrait être validée périodiquement.

2. Une contrepartie centrale devrait être dotée du pouvoir et des capacités opérationnelles nécessaires pour procéder à des appels de marge intrajournaliers, afin de limiter les expositions au risque de crédit résultant de nouvelles positions ou de variations de cours.

3. Les actifs qu'une contrepartie centrale accepte pour les appels de marge devraient être limités aux instruments très liquides (exception : voir note 13). Des marges de sécurité devraient être appliquées à la valeur de ces actifs, de façon à refléter le potentiel de dépréciation entre la dernière réévaluation et le moment où l'on peut raisonnablement supposer que ces actifs seront liquidés.

Questions clés

1. Quelle est la couverture attendue des appels de marge ? À quelle fréquence les variations de cours potentielles sont-elles mesurées ? Cette fréquence est-elle cohérente avec l'hypothèse pouvant être raisonnablement retenue sur les délais de liquidation des positions d'un participant

¹³ Dans certaines circonstances, la contrepartie centrale devrait pouvoir accepter des actifs moins liquides, par exemple les actions sous-jacentes dans le cas d'options, même si ces titres ne sont peut-être pas très liquides.

défaillant ? Comment la contrepartie centrale valide-t-elle les modèles et paramètres utilisés pour déterminer le niveau des dépôts de garantie correspondant à la couverture souhaitée ? À quelle fréquence réexamine-t-elle et valide-t-elle les modèles ?

2. La contrepartie centrale dispose-t-elle du pouvoir et des capacités opérationnelles nécessaires pour exiger des dépôts de garantie sur une base intrajournalière, afin de maintenir la couverture souhaitée ? Dans quelles circonstances ?

3. Quelles catégories d'actifs la contrepartie centrale accepte-t-elle en garantie ? Lesquelles détient-elle effectivement ? À quelle fréquence ces actifs sont-ils réévalués ? Des marges de sécurité sont-elles appliquées et reflètent-elles le potentiel de dépréciation des actifs entre la dernière réévaluation et la liquidation ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

- a) Les appels de marge établis par la contrepartie centrale couvrent son exposition potentielle vis-à-vis de ses participants dans des conditions normales de marché. Pour sélectionner les modèles et paramètres servant à déterminer ces appels de marge, la contrepartie centrale tient compte du profil de risque des produits traités et de la fréquence des collectes de dépôts de garantie. Elle valide périodiquement la couverture permise par ces modèles et les paramètres utilisés pour déterminer les marges. (Question 1)
- b) La contrepartie centrale dispose du pouvoir et des capacités opérationnelles nécessaires pour procéder à des appels de marges intrajournaliers. (Question 2)
- c) La contrepartie centrale limite les actifs acceptés pour les appels de marge aux instruments très liquides. Elle applique des décotes appropriées, qui reflètent le potentiel de dépréciation de ces actifs. (Question 3)

2. Application générale

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) La condition 1 c) n'est pas entièrement remplie. Il existe des faiblesses liées aux catégories d'actifs acceptées pour les appels de marge ou aux procédures de décôte appliquées par la contrepartie centrale. (Question 3)

3. Application partielle

- a) La condition 1 a) n'est pas entièrement remplie. Il existe des lacunes dans le réexamen et la vérification des modèles destinés à parvenir à la couverture visée (Question 1) **ou** la condition 1 a) est remplie, mais pas la condition 1 c). (Question 3)
- b) La condition 1 b) est remplie. (Question 2)

4. Non-application

- a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)
- b) Ou : la condition 1 b) n'est pas remplie. (Question 2)

5. Sans objet

- a) La contrepartie centrale ne fournit pas de services en ce qui concerne les contrats à long terme ou à effet de levier intrinsèque pour lesquels des appels de marge sont fondamentaux. Elle ne recourt pas non plus à des appels de marge pour se conformer à l'aspect clé 2 de la Recommandation 3.

Notes explicatives

1. Les appels de marge peuvent être constitués sur la base des positions nettes ou brutes des clients d'un participant. Dans un système d'appel de marges nettes, ils sont calculés sur les positions nettes longues ou courtes, c'est-à-dire que, pour parvenir aux positions nettes correspondantes, on compense les positions longues et courtes détenues dans le cadre d'un même contrat sur titres ou

dérivés. En revanche, dans un système d'appel de marges brutes, les appels de marge sont calculés sur la base du total des positions longues et courtes. Pour les besoins de la présente recommandation, ces deux systèmes sont acceptables à condition que les contreparties centrales connaissent les risques inhérents à chacun d'entre eux et aient pris des dispositions appropriées pour les réduire au minimum. Ainsi, une contrepartie centrale qui recourt à un système d'appel de marges nettes devrait admettre que les positions nettes peuvent varier considérablement sur une séance et en tenir compte dans ses procédures de surveillance. La fréquence à laquelle elle calcule les positions nettes et sa capacité à effectuer des appels de marge intrajournaliers deviennent fondamentales. Parce qu'il nécessite des flux d'espèces et des dépôts de garantie relativement plus importants, un système d'appel de marges brutes peut entraîner des contraintes de liquidité. Les contreparties centrales qui adoptent ce second système devraient donc bien connaître les dispositifs d'accès à la liquidité de leurs participants et des clients de ces derniers.

2. L'évaluation de la présente recommandation devrait se concentrer sur les principaux produits traités par la contrepartie centrale. Les appels de marge pour des produits nouveaux ou représentant un faible volume pourraient être fixés à un niveau inférieur si les pertes potentielles résultant de ces produits sont minimales. Si l'entité effectuant l'évaluation est certaine qu'il n'existe pas de lacunes ni de problèmes manifestes empêchant de fixer une couverture plus faible et que tous les risques supplémentaires encourus par la contrepartie centrale sont minimales, elle peut considérer que la contrepartie centrale satisfait à la condition 1 a). Lorsqu'elle examine ce cas d'exception, elle peut demander à la contrepartie centrale de procéder à sa propre évaluation des risques.

Recommandation 5 : Ressources financières

Une contrepartie centrale devrait disposer de ressources financières suffisantes pour surmonter au minimum le défaut du participant présentant l'exposition la plus importante dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles.

4.5.1 Même si les outils de gestion des risques (notamment les conditions de participation fixées par la contrepartie centrale) sont destinés à éliminer la probabilité de défauts, la contrepartie centrale devrait néanmoins envisager la possibilité d'une défaillance. Si un défaut survient, elle doit continuer à effectuer dans les délais les paiements aux participants non défaillants. Elle devrait également disposer de ressources financières, tant en vue de les liquider afin de procéder à temps aux paiements à court terme que pour couvrir les pertes résultant des défauts.

4.5.2 L'adéquation des ressources peut être difficile, car elle repose sur des hypothèses relatives à l'identité du(des) participants défaillant(s) et aux conditions de marché au moment du défaut. Dans les scénarios qu'elles étudient, nombre de contreparties centrales se concentrent sur le cas de la défaillance du participant présentant la plus grande exposition dans les scénarios de marché examinés¹⁴. Ce devrait être une exigence minimale lorsque les contreparties centrales évaluent leurs ressources. Cependant, les conditions de marché qui accompagnent généralement une situation de défaut affectent aussi d'autres participants (en particulier les membres ou les filiales du groupe concerné) et un défaut a tendance à accroître la volatilité du marché, ce qui aggrave les tensions. Au cours de ses analyses préliminaires, la contrepartie centrale devrait par conséquent envisager la possibilité de défaut de deux participants, ou plus, à un intervalle rapproché, situation qui engendrerait une exposition cumulée supérieure à l'exposition individuelle la plus importante.

4.5.3 La simulation de crise permet aux contreparties centrales d'évaluer l'adéquation de leurs ressources financières¹⁵. Une contrepartie centrale part de l'hypothèse de conditions de marché extrêmes (c'est-à-dire de variations de cours nettement supérieures à la volatilité normale) et évalue les pertes potentielles sur les positions des différents participants. La simulation de crise renseigne sur plusieurs aspects des ressources financières dont la contrepartie centrale peut avoir besoin. Ainsi, la

¹⁴ Cette recommandation est axée sur l'exposition potentielle la plus importante d'une contrepartie centrale, que ce soit au niveau du compte d'un participant ou de celui d'un client d'un participant. Lorsqu'elle évalue l'adéquation de ses ressources, la contrepartie centrale devra toutefois prendre en compte la source du défaut si les ressources financières dont elle dispose pour couvrir les pertes en sont affectées.

¹⁵ La simulation de crise aide également une contrepartie centrale à comprendre les risques qu'elle encourt et à définir des solutions susceptibles de les atténuer.

position débitrice la plus importante qu'elle permet d'estimer aide la contrepartie centrale à évaluer ses besoins de liquidité potentiels. Les calculs prenant en compte les ressources d'un participant potentiellement défaillant (dépôts de garantie, fonds de compensation ou autres actifs) permettent à la contrepartie centrale de se faire une idée de l'ampleur de ses pertes potentielles. D'autres simulations de crise peuvent porter sur la répartition des positions entre le participant et ses clients.

4.5.4 Les simulations de crise diffèrent d'une contrepartie centrale à une autre et au cours du temps. Une contrepartie centrale procède généralement à diverses simulations, qui doivent refléter la gamme de ses produits et ses autres choix concernant la gestion des risques. Une simulation de crise incluent plusieurs éléments clés : les conditions de marché, les scénarios de défaut et la fréquence à laquelle la simulation est effectuée. La contrepartie centrale devrait évaluer ce qui constitue des conditions de marché « extrêmes mais plausibles » en prenant notamment en compte les périodes les plus volatiles observées sur les marchés auxquels elle fournit des services. Elle devrait également évaluer les pertes qui se produiraient si le niveau de volatilité observé sur des produits voisins aux produits qu'elle traite devait s'appliquer à ces dernier (cet aspect est particulièrement important lorsque la contrepartie centrale commence à traiter un nouveau produit) et si les corrélations de cours habituelles de ses produits se modifiaient. Les contreparties centrales recourent à de nombreux types de simulation de crise. Les simulations destinées à vérifier l'adéquation des ressources en cas de défaut dans des conditions de marché extrêmes devraient être effectuées tous les mois, et plus fréquemment lorsque les marchés présentent une volatilité inhabituelle, sont moins liquides ou lorsque la taille ou la concentration des positions des participants augmente fortement. De surcroît, des simulations globales, avec validation complète des paramètres et des hypothèses et réexamen des scénarios, devraient être réalisées au moins une fois par an¹⁶.

4.5.5 La contrepartie centrale devrait évaluer l'adéquation de ses ressources sur la base de ces simulations de crise. Elle devrait, ce faisant, fournir à ses membres et aux autorités des informations spécifiques sur les hypothèses qu'elle retient sur le nombre et la taille des participants défaillants, ainsi que conditions de marché supposées au moment du défaut. Elle devrait en outre disposer de politiques claires concernant les mesures à prendre si la simulation de crise indique que ses ressources ne seront probablement pas adéquates pour faire face aux besoins de liquidité ou pour couvrir une exposition résultant d'un défaut. Ces mesures varient, mais doivent avoir pour effet, *in fine*, soit de réduire l'exposition potentielle soit d'accroître les ressources de la contrepartie centrale. Les participants et les autorités devraient avoir connaissance de ces mesures.

4.5.6 Les ressources financières dont dispose une contrepartie centrale peuvent revêtir diverses formes. Certains des actifs que nombre de contreparties centrales imposent aux participants de constituer ne pourront servir qu'à couvrir les pertes découlant du défaut du participant ayant apporté ces actifs¹⁷, alors que d'autres ressources financières couvriront les pertes résultant du défaut de n'importe quel participant. De nombreuses contreparties centrales imposent aux participants de placer des actifs dans un fonds de compensation qui pourra être utilisé en cas de défaillance de tout participant¹⁸. En général, elles disposent de leurs fonds propres et de leurs bénéfices non distribués, et parfois, de créances éventuelles sur les participants non défaillants, sur les organisations mères ou sur les assureurs. Elles peuvent aussi imposer aux participants non défaillants d'apporter des fonds supplémentaires en cas de défaut, bénéficier d'une garantie de leur organisation mère, ou souscrire un contrat d'assurance pour se prémunir contre les défauts. Ces contrats d'assurance couvrent un certain volume des pertes, hors franchise.

4.5.7 La disponibilité et la liquidité de ces ressources financières sont variables. S'il s'agit d'un dépôt de garantie, celui-ci devrait être liquide et facilement mobilisable (Recommandation 4). Les fonds de compensation, les fonds propres ou les bénéfices non distribués d'une contrepartie centrale

¹⁶ Les contreparties centrales effectuent différents types de simulations de crise, parfois chaque semaine, voire chaque jour. Ces simulations sont souvent systématiques. Elles consistent, par exemple, à évaluer des positions avec des intervalles de confiance supérieurs suite à des variations de cours. Les exigences ci-décrites concernant les simulations mensuelles de crise et les simulations annuelles globales de crise sont nettement plus exigeantes que celles régissant la gestion ordinaire des risques.

¹⁷ Certaines contreparties centrales participent également à des accords de jumelage de marges qui, dans certaines circonstances, leur permettent d'accéder aux actifs d'un participant défaillant détenus par une autre contrepartie centrale.

¹⁸ Voir section 3 pour une analyse des différences de terminologie concernant les ressources financières utilisées par les contreparties centrales.

sont directement contrôlés par cette dernière, mais généralement placés et parfois non disponibles dans l'immédiat. Souvent, les contrats d'assurance, les garanties de l'organisation mère ou les fonds des participants non défaillants ne peuvent être mis en œuvre que si des conditions spécifiques sont remplies. Lorsqu'elle évalue l'adéquation de ses ressources financières, une contrepartie centrale devrait vérifier la disponibilité et la liquidité des actifs qu'elle gère, ainsi que le risque potentiel de concentration.

4.5.8 Une contrepartie centrale ne devrait prendre en compte que les ressources qu'elle peut mobiliser de manière fiable en cas de défaut. Ainsi, elle ne doit inclure les indemnités éventuelles reçues dans le cadre de contrats d'assurance que s'il existe un degré élevé de certitude qu'elle pourra faire jouer ces contrats en cas de défaut. Les circonstances précises dans lesquelles la contrepartie centrale peut faire appel à des moyens nécessitant la réalisation de certaines conditions devraient être examinées avec attention, lors de l'évaluation de la contribution de ces moyens à l'adéquation globale des ressources.

4.5.9 Même si une contrepartie est certaine de pouvoir mobiliser des ressources en cas de défaut, certains types de ressources financières risquent de se déprécier. Des décotes devraient être appliquées afin de refléter la volatilité potentielle de la valeur de marché résultant du risque de prix, de crédit et de liquidité. Seule la valeur des actifs à laquelle une décote appropriée est appliquée devrait être comptabilisée parmi les ressources financières de la contrepartie centrale.

4.5.10 Les règles fixées par une contrepartie centrale devraient expressément définir les situations dans lesquelles des ressources spécifiques peuvent être utilisées. Afin d'évaluer si cette recommandation est appliquée, il convient de ne comptabiliser les ressources financières que si la contrepartie centrale n'autorise pas leur mise en œuvre pour couvrir ses pertes d'exploitation courantes ou les pertes résultant d'autres activités auxquelles elle prend part. Si une contrepartie centrale fournit des services à plusieurs marchés (sous une ou plusieurs juridictions), tous ses membres doivent avoir parfaitement connaissance de sa capacité à mobiliser des ressources constituées par les participants à un marché donné, afin de couvrir les pertes découlant d'un défaut survenu sur un autre marché. (Lorsqu'elle élabore ses simulations de crise, la contrepartie centrale devrait déterminer dans quelle mesure des ressources sont mises en commun sur plusieurs marchés.)

4.5.11 Dans la mesure où le rôle des ressources financières d'une contrepartie centrale vise à permettre à cette dernière de répondre à des besoins de liquidité immédiats, une contrepartie centrale devrait disposer de lignes de crédit lui permettant de se refinancer en apportant en contrepartie les ressources financières qu'elle ne peut pas immédiatement utiliser. Ces lignes de crédit devraient être fiables et mobilisables à première demande¹⁹. Leur existence constitue un aspect important à prendre en compte dans l'évaluation de l'adéquation des liquidités dont dispose une contrepartie centrale.

4.5.12 La contrepartie centrale devrait disposer d'une méthode claire et transparente pour déterminer la contribution des participants à ses ressources financières. Cette méthode devrait renforcer les incitations des participants à gérer le risque qu'ils induisent pour la contrepartie centrale. En général, ces incitations reposent sur un système dans lequel la contribution des participants dépend du degré de risque induit par leur activité, mesuré par le dépôt de garantie constitué, par la taille des positions ou, quelquefois, par les simulations de crise. La contrepartie centrale devrait également définir des règles lui permettant de reconstituer ses ressources après un défaut. En général, ces règles déterminent les responsabilités et les apports que les membres doivent effectuer avant de pouvoir mettre fin à leur participation.

Aspects clés

1. La contrepartie centrale devrait déterminer son degré de respect de la présente recommandation au moyen de simulations de crise lui permettant d'évaluer son exposition au risque de crédit sur ses contrats en cours dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles. Les conditions de marché évaluées devraient prendre en compte les périodes les plus volatiles observées sur les marchés auxquels la contrepartie centrale fournit des services. Même si cette recommandation s'applique avant tout au cas de la défaillance du participant auquel une contrepartie centrale est la

¹⁹ Les lignes de crédit ne doivent pas comporter de clause de modification importante ayant des répercussions défavorables.

plus exposée, la possibilité de défaut de deux participants, ou plus, devrait aussi être envisagée (en particulier le défaut de membres ou de filiales du groupe concerné). Les simulations destinées à vérifier l'adéquation des ressources en cas de défaut dans des conditions de marché extrêmes devraient être effectuées tous les mois, et plus fréquemment lorsque les marchés présentent une volatilité inhabituelle, sont moins liquides ou lorsque la taille ou la concentration des positions des participants augmente fortement. De surcroît, il convient de procéder au moins chaque année à des simulations de crise globales, avec validation complète des paramètres et des hypothèses et réexamen des scénarios. Les participants et les autorités devraient avoir connaissance des hypothèses que la contrepartie centrale examine dans le cadre des simulations de crise destinées à évaluer l'adéquation de ses ressources. La contrepartie centrale devrait disposer de politiques claires concernant les mesures à prendre si la simulation de crise indique que ses ressources ne sont probablement pas adéquates. Elle devrait alors soit réduire son exposition, soit accroître ses ressources. Les participants et les autorités devraient avoir connaissance de ces mesures.

2. Même si les ressources financières d'une contrepartie centrale peuvent revêtir diverses formes, elles ne devraient être prises en compte dans l'évaluation de l'application de la présente recommandation que s'il existe un degré élevé d'assurance que la contrepartie centrale pourra les mobiliser pour la valeur prévue, mais pas pour couvrir ses pertes d'exploitation courantes ou les pertes résultant d'autres activités auxquelles elle prend part.

3. Si certaines ressources ne sont pas immédiatement disponibles, la contrepartie centrale devrait obtenir des lignes de crédit fiables et mobilisables à première demande, afin de faire face à ses besoins de liquidité.

Questions clés

1. La contrepartie centrale a-t-elle instauré des procédures pour simuler, dans le cadre de scénarios de crise, son exposition dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles ? Quels sont les scénarios évalués ? Tiennent-ils compte des périodes les plus volatiles observées sur les marchés auxquels la contrepartie fournit des services ? La contrepartie centrale dispose-t-elle de ressources suffisantes en cas de défaut du participant présentant l'exposition la plus importante ? L'éventualité de plusieurs défauts simultanés a-t-elle été évaluée ? Les simulations de crise sont-elles effectuées au moins chaque mois, avec réexamen global des modèles, des paramètres et des scénarios au moins tous les ans ? La contrepartie centrale dispose-t-elle de politiques claires concernant les mesures à prendre si la simulation de crise indique que ses ressources ne sont probablement pas adéquates pour lui permettre de remplir ses obligations résultant d'un défaut ? Respecte-t-elle ces politiques ? Celles-ci ont-elles été portées à la connaissance des participants et des autorités ?

2. Quelles sont les catégories et la valeur des ressources dont dispose la contrepartie centrale pour couvrir les pertes résultant de défauts de participants ? Existe-t-il un degré élevé d'assurance que la contrepartie centrale pourra mobiliser ces ressources, pour la valeur prévue, en cas de défaut d'un participant ? La contrepartie centrale a-t-elle défini des règles lui interdisant d'utiliser ces ressources pour couvrir les pertes d'exploitation ou les pertes résultant de ses autres activités ?

3. Certaines ressources censées couvrir les pertes résultant de défauts sont-elles indisponibles dans l'immédiat, ce qui empêche la contrepartie centrale de s'acquitter de ses obligations ? Si oui, la contrepartie centrale a-t-elle obtenu des lignes de crédit fiables et mobilisables à première demande, qui lui permettent d'emprunter ? Si oui, ces lignes de crédit peuvent-elles être mises en œuvre suffisamment rapidement pour permettre à la contrepartie centrale de s'acquitter de ses obligations dans les délais ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

a) D'après ses procédures de simulation de crise, la contrepartie centrale dispose de ressources financières suffisantes pour surmonter, au minimum, le défaut du participant présentant l'exposition la plus importante dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles. Il existe un degré élevé d'assurance qu'elle pourra mobiliser ces ressources, pour la valeur prévue, en cas de défaut. (Questions 1, 2)

- b) La contrepartie centrale recourt à des simulations de crise pour évaluer l'adéquation de ses ressources :
- i) l'adéquation des ressources en cas de défaut dans des conditions extrêmes est évaluée au moins chaque mois, et plus fréquemment lorsque les marchés présentent une volatilité inhabituelle ou sont moins liquides ou lorsque la taille ou la concentration des positions des participants augmente fortement ; des simulations globales (notamment la validation complète des modèles et des paramètres et le réexamen des scénarios) sont effectuées au moins chaque année ;
 - ii) les scénarios prennent en compte le cas du défaut du participant présentant l'exposition potentielle la plus importante, celui de deux participants ou plus (en particulier celui de membres ou de filiales du groupe concerné), les périodes les plus volatiles observées sur les marchés auxquels la contrepartie centrale fournit des services, ainsi que des hypothèses de scénarios appropriées ;
 - iii) les hypothèses sont portées à la connaissance des participants et des autorités ; les simulations de crise comportent des politiques claires et transparentes concernant les mesures à prendre si les ressources risquent de ne pas être adéquates. (Question 1)
- c) La contrepartie centrale a obtenu des lignes de crédit appropriées, qui lui permettent d'emprunter si les ressources ne sont pas disponibles dans l'immédiat. (Question 3)

2. *Application générale*

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) Mais : la condition 1 c) n'est pas entièrement remplie. (Question 3). Il existe quelques circonstances dans lesquelles les ressources financières dont dépend la contrepartie centrale ne seraient pas immédiatement disponibles, et les facilités de crédit de la contrepartie centrale ne sont pas adéquates.

3. *Application partielle*

- a) La condition 1 b) n'est pas entièrement remplie. Il existe des lacunes dans les procédures de simulation de crise de la contrepartie centrale. (Question 1)

4. *Non-application*

- a) La condition 1 a) ou la condition 1 b) n'est pas remplie. Les ressources financières n'atteignent pas le niveau qui, d'après les simulations de crise effectuées par la contrepartie centrale, serait nécessaire pour satisfaire à cette exigence, ou il existe de graves lacunes dans les procédures de simulation de crise de la contrepartie centrale. (Questions 1, 2)

Notes explicatives

1. Si les garanties détenues par une contrepartie centrale sont relativement concentrées, il faut tenir compte des conséquences de cette situation sur la valeur de marché. Lorsque la contrepartie centrale fait jouer un contrat d'assurance, une lettre de crédit ou une garantie de la société mère, l'évaluation de l'adéquation globale des ressources devrait prendre en compte les circonstances précises dans lesquelles ces moyens peuvent être mobilisés.

2. Une contrepartie centrale ne devrait pas mobiliser en priorité des engagements conditionnels tels qu'une assurance, une garantie de la société mère ou une lettre de crédit. Elle devrait également déterminer avec attention dans quelle mesure elle peut s'appuyer sur des lettres de crédit, des garanties ou des titres d'un participant ou de la filiale d'un participant. Si un participant fait défaut, ses ressources financières qui constituaient ses engagements ne peuvent pas être utilisées et celles apportées par une filiale de ce participant risquent de ne pas être disponibles. La valeur totale des différents types de garanties émanant d'une même organisation devrait être contrôlée et limitée.

Recommandation 6 : Procédures de défaut

Une contrepartie centrale devrait clairement définir ses procédures de défaut et en publier les aspects essentiels ; ces procédures devraient lui permettre d'agir dans les meilleurs délais pour contenir les pertes et les contraintes de liquidité et continuer à s'acquitter de ses obligations.

4.6.1 Les procédures de défaut sont destinées à assurer la continuité du fonctionnement d'une contrepartie centrale en limitant le risque de propagation des conséquences d'un défaut au-delà du participant défaillant. Il s'agit essentiellement de limiter les pertes supplémentaires au niveau du participant défaillant, de procéder au dénouement de manière ordonnée des positions de ce dernier et permettre à la contrepartie centrale de continuer à s'acquitter de ses obligations. Dans la mesure du possible, la contrepartie centrale devrait chercher à préserver la capacité des autres participants à gérer leurs portefeuilles.

4.6.2 Une priorité devrait être, bien entendu, d'éviter les défauts. Comme indiqué plus haut, les conditions de participation fixées par la contrepartie centrale devraient inclure des critères financiers qui réduisent la probabilité de défaillance. De plus, la contrepartie centrale devrait identifier les situations qui, à son avis, peuvent représenter un risque de défaut, et élaborer des plans et des procédures d'alerte avancée, consistant notamment à renforcer la surveillance ou à imposer des restrictions à un participant. Ces procédures devraient inciter les participants à notifier rapidement les éventuels problèmes financiers, de liquidité ou d'un système qui pourraient entraîner un défaut.

4.6.3 La contrepartie centrale devrait clairement définir ce qu'est un défaut et comment l'identifier. Ses procédures devraient préciser si le défaut est automatique ou si une décision spécifique doit être prise pour le notifier, et qui peut prendre cette décision. Elles devraient définir de manière globale les actions que la contrepartie centrale peut engager lorsqu'un défaut est notifié, dans quelle mesure ces actions sont automatiques ou si une décision est nécessaire, quels sont les changements à apporter aux pratiques de règlement habituelles, ce qu'il advient des contrats en cours de livraison, comment les actifs détenus pour compte propre et ceux des clients doivent être traités, quel sera l'ordre chronologique probable des mesures, quelles informations devront être fournies, quelles sont les fonctions, obligations et responsabilités des diverses parties (tels que les adhérents compensateurs, autorités, marchés organisés et la contrepartie centrale elle-même) et s'il existe des mécanismes autres que ceux que la contrepartie centrale peut activer pour limiter les conséquences d'un défaut.

4.6.4 Si un défaut survient, la contrepartie centrale devrait disposer de mécanismes lui permettant de transférer, de liquider ou de couvrir rapidement les positions du participant défaillant. Plus ces positions restent ouvertes longtemps, plus le risque de crédit est élevé. Une contrepartie centrale devrait pouvoir utiliser le produit de la liquidation, ainsi que tous les autres fonds et actifs du participant défaillant, pour satisfaire aux obligations dont ce dernier devait s'acquitter vis-à-vis d'elle. En général, elle cherchera à liquider rapidement ces positions, mais pourra dans certains cas estimer qu'elle peut limiter son exposition en se couvrant et en gérant le processus de liquidation sur la durée. Il est essentiel qu'elle dispose du pouvoir nécessaire pour agir promptement et de la manière qu'elle juge la mieux appropriée pour limiter son exposition et les effets d'un défaut sur le marché.

4.6.5 Les procédures de défaut ou les mécanismes autres que ceux de la contrepartie centrale devraient permettre de traiter les positions et les sûretés (dépôts de garantie compris) des clients du participant défaillant. Elles devraient préciser les circonstances dans lesquelles les positions peuvent être liquidées ou transférées, quelles positions sont liquidables ou transférables, qui peut en décider et dans quel délai des mesures seront prises. Au minimum, la liquidation de positions ou la réalisation d'une sûreté déjà constituée ne devrait pas être empêchée, suspendue ou révoquée.

4.6.6 Une contrepartie centrale devrait disposer de procédures lui permettant de mobiliser rapidement toutes ses ressources financières pour faire face aux pertes et aux contraintes de liquidité résultant de défauts, notamment en recourant à des facilités de crédit. Ses règles devraient préciser l'ordre dans lequel les différents types de ressources seront utilisés. Ces informations permettent aux participants d'évaluer leur exposition potentielle liée à l'utilisation des services de la contrepartie centrale. En général, cette dernière fait en premier lieu appel aux actifs du participant défaillant, afin d'inciter les autres membres à gérer prudemment leurs risques vis-à-vis d'elle-même.

4.6.7 Le droit national applicable devrait garantir que les actions engagées par une contrepartie centrale dans le cadre de ses procédures de défaut sont valides et que les mesures prises conformément à ces procédures ne pourront pas ultérieurement être suspendues, contournées ou révoquées. Pour faciliter le transfert ou la liquidation de positions ou d'actifs, la législation nationale

sur la faillite devrait permettre l'identification et le traitement distinct des actifs des clients et de ceux détenus pour compte propre.

4.6.8 La direction de la contrepartie centrale devrait être bien préparée et disposer d'un pouvoir discrétionnaire suffisant pour une mise en œuvre souple des procédures de défaut. L'exercice de ce pouvoir discrétionnaire doit faire l'objet d'accords appropriés, l'objectif étant de limiter les éventuels conflits d'intérêts. Ces responsables devraient disposer de plans internes délimitant clairement les fonctions et les responsabilités de gestion des défauts, et de fournir à destination du personnel un mode d'application des procédures de défaut, en particulier pour la résiliation ou le transfert rapide des contrats du participant défaillant, la liquidation ou le transfert des contrats des clients, la liquidation des sûretés et des autres actifs du participant défaillant (contribution à un fonds de compensation, par exemple) et la mobilisation des ressources financières autres que les dépôts de garantie. Ils devraient également veiller à disposer des capacités opérationnelles nécessaires à la mise en œuvre des procédures de défaut en temps opportun. En outre, les plans internes devraient définir les documents requis, les besoins d'information de la contrepartie centrale et les moyens de coordination requis lorsque plusieurs contreparties centrales ou plusieurs autorités sont concernées. Il est fondamental de pouvoir communiquer rapidement avec les instances de régulation, avec les marchés organisés qui recourent aux services de la contrepartie centrale, ainsi qu'avec les autres contreparties centrales et systèmes de paiement et de règlement affectés. Dans les limites du possible, la contrepartie centrale devrait communiquer clairement les informations qui aideront les participants affectés à gérer leurs propres risques. Les plans internes devraient être réexaminés au moins chaque année.

4.6.9 Tous les membres de marché devraient être informés des mesures qu'une contrepartie centrale et les autres entités concernées peuvent prendre en cas de défaut afin d'assurer avec certitude la prévisibilité de ces mesures. La contrepartie centrale devrait donc présenter les aspects essentiels de ses procédures de défaut, à savoir : i) les circonstances dans lesquelles une action peut être engagée ; ii) qui peut engager cette action ; iii) l'étendue des mesures susceptibles d'être prises, notamment pour traiter les positions, fonds et actifs détenus pour compte propre et ceux des clients ; (iv) les mécanismes lui permettant de s'acquitter de ses obligations envers les participants non défaillants ; v) les mécanismes permettant l'exécution des obligations du participant défaillant envers ses clients²⁰. Cette transparence favorise le traitement ordonné des défauts, permet aux participants non défaillants de comprendre leurs obligations vis-à-vis de la contrepartie centrale et de leurs clients et leur donnent les informations dont ils ont besoin pour se déterminer en toute connaissance de cause quant à leur participation potentielle sur tel ou tel marché et sur la meilleure structure comptable à adopter avec leurs clients. La publication et la compréhension des procédures de défaut renforce la confiance dans le marché en cas de survenue d'un défaut majeur et contribue à la liquidité du marché en évitant ou en limitant le retrait d'autres participants.

Aspects clés

1. Les procédures de défaut d'une contrepartie centrale devraient clairement indiquer ce qui constitue un défaut et permettre à la contrepartie centrale de liquider rapidement ou de gérer efficacement les positions d'un participant défaillant, ainsi que de réaliser les sûretés ou d'autres ressources. Il devrait exister des procédures claires, ou des mécanismes autres que ceux de la contrepartie centrale, pour le traitement des positions et des dépôts de garantie des clients. Les procédures de défaut devraient également permettre à une contrepartie centrale d'utiliser rapidement toutes les ressources financières dont elle dispose pour faire face aux pertes et aux contraintes de liquidité résultant des défauts.

2. Le cadre juridique devrait apporter un degré élevé d'assurance que, malgré l'insolvabilité d'un participant, les procédures de défaut de la contrepartie centrale peuvent être appliquées. La législation nationale sur la faillite devrait permettre l'identification et le traitement distinct des actifs des clients et des actifs détenus pour compte propre.

3. Les dirigeants d'une contrepartie centrale devraient être bien préparés à la mise en œuvre souple des procédures de défaut et disposer de plans internes permettant de faire face à ces

²⁰ Pour plus de détails sur ces différents aspects clés, voir le rapport intitulé *Report on cooperation between market authorities and default procedures* (OICV, 1996).

situations, ce qui inclut notamment de disposer de moyens de communication avec l'opérateur du marché auquel la contrepartie centrale fournit des services, si cet opérateur est une entité distincte. Ces plans devraient être réexaminés au moins une fois par an.

4. Les aspects essentiels des procédures de défaut devraient être rendus publics.

Questions clés

1. Les procédures de défaut de la contrepartie centrale définissent-elles clairement ce qui constitue un défaut ? Si un défaut se produit, donnent-elles à la contrepartie centrale le pouvoir nécessaire pour liquider ou gérer rapidement les positions du participant défaillant, ainsi que pour réaliser les sûretés ou autres ressources de ce dernier ? Les procédures de la contrepartie centrale ou les mécanismes autres que ceux de la contrepartie centrale assurent-ils le transfert ou la liquidation des positions et des dépôts de garantie des clients du participant défaillant ? Permettent-ils à la contrepartie centrale de mobiliser rapidement d'autres ressources financières ?

2. Le cadre juridique apporte-t-il un degré élevé d'assurance que la décision de liquider ou de transférer une position, de réaliser les dépôts de garantie ou de liquider des ressources en cas d'insolvabilité d'un participant ne serait pas suspendue ou révoquée ? La législation nationale sur la faillite permet-elle d'identifier et de traiter distinctement les actifs des clients et ceux détenus pour compte propre ?

3. La contrepartie centrale dispose-t-elle de plans internes pour l'application de ses procédures de défaut ? Ces plans lui laissent-ils une marge de manœuvre suffisante pour décider du meilleur mode de mise en œuvre ? Tiennent-ils compte du besoin de coordination lorsque plusieurs contreparties centrales, plusieurs autorités ou un opérateur de marché distinct sont concernés ? À quelle fréquence sont-ils réexaminés ?

4. Les aspects essentiels des procédures de défaut (paragraphe 4.6.9) sont-ils rendus publics ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

- a) Les procédures de défaut définissent clairement ce qui constitue un défaut et permettent explicitement à la contrepartie centrale de liquider ou de gérer les positions d'un participant défaillant. Les procédures de la contrepartie centrale, ou les mécanismes autres que ceux de cette dernière, permettent la liquidation ou le transfert des positions et des actifs des clients. Les procédures permettent à la contrepartie centrale de mobiliser rapidement toutes les ressources financières, notamment ses facilités de crédit. (Question 1)
- b) i) Le cadre juridique apporte un degré élevé d'assurance que la décision de liquider ou de transférer une position, de réaliser des sûretés ou de recourir à des liquidités ne sera pas révoquée ; et ii) la législation nationale sur la faillite permet l'identification et le traitement distinct des actifs des clients et de ceux détenus pour compte propre. (Question 2)
- c) i) La contrepartie centrale dispose d'un plan interne pour la mise en œuvre de ses procédures de défaut qui délimite clairement les fonctions et responsabilités de gestion d'un défaut, y compris les mécanismes de mobilisation des ressources financières. ii) Ce plan traite des besoins d'information de la contrepartie centrale, ainsi que de toutes les questions de coordination, et il est réexaminé au moins une fois par an. (Question 3)
- d) Les aspects essentiels des procédures de défaut sont aisément accessibles i) aux membres de la contrepartie centrale et ii) au public. (Question 4)

2. Application générale

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) Les conditions 1 c) i) et 1 d) i) sont remplies. (Questions 3, 4)
- c) Mais : la condition 1 c) ii) ou la condition 1 d) ii) n'est pas remplie. (Questions 3, 4)

3. *Application partielle*
 - a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
 - b) La condition 1 c) i) n'est pas remplie (Question 3) ou la condition 1 d) i) n'est pas remplie (Question 4)
4. *Non-application*
 - a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)
 - b) Ou : les actions engagées en cas de défaut sont réversibles ou peuvent être entravées par une procédure judiciaire ou administrative ; ou la liquidation de positions peut être suspendue ou révoquée ; ou des positions ouvertes peuvent être gelées ; ou les actifs et positions des clients ne peuvent être distingués de ceux détenus pour compte propre. (Question 2)

Notes explicatives

1. Afin d'éviter de perturber le marché et de préserver, dans la mesure du possible, les liens entre portefeuilles au niveau du compte en cours de liquidation, un processus d'adjudication spécial peut, dans certains cas, être nécessaire pour définir un prix de liquidation ou liquider les positions. Les procédures devraient être adaptées à la nature du marché et du produit traité.
2. La recommandation relative à des procédures écrites n'entraîne pas de rigidités dans le traitement des défauts. Il est essentiel que la contrepartie centrale dispose d'une certaine marge de manœuvre pour gérer les défauts, car il est difficile de déterminer avec certitude la meilleure approche à mettre en œuvre pour maîtriser les risques. Les procédures devraient indiquer de manière transparente les conditions générales d'exercice d'un éventuel pouvoir discrétionnaire, et ce principe de transparence ne devrait pas être interprété d'une façon qui compromettrait l'efficacité des procédures de défaut de la contrepartie centrale. Lors de la liquidation des positions d'un participant défaillant, il se peut par exemple qu'une contrepartie centrale ne souhaite pas dévoiler sa stratégie.
3. Un retard de règlement provoqué par les systèmes d'un participant, ou un autre problème opérationnel, pourrait contraindre la contrepartie centrale à : i) faire appel à un membre pour garantir les positions de ses clients ou demander à l'organisation mère de garantir les positions pour compte propre, ii) mobiliser ses fonds propres, iii) liquider un fonds de compensation ; ou iv) utiliser ses lignes de crédit pour effectuer le règlement. Les procédures devraient être structurées de façon à permettre une souplesse suffisante pour la mise en œuvre de l'approche entraînant le moins de perturbations (par exemple, les procédures ne devraient pas précipiter un défaut s'il apparaît que des dispositions peuvent être prises pour permettre le règlement).
4. Dans certaines juridictions, même en l'absence de cadre adéquat régissant l'insolvabilité, des fonds et des comptes peuvent être transférés conformément aux règles de la contrepartie centrale et sous réserve de l'indemnisation du cessionnaire par le cédant si les fonds transférés font l'objet d'une réclamation en cas de faillite. S'il n'existe pas de cadre approprié régissant l'insolvabilité, cette solution intermédiaire permet néanmoins à la contrepartie centrale de gérer ses risques lors de la survenue d'un défaut.
5. Un participant peut être défaillant suite à des pertes au niveau de son propre compte ou suite au défaut d'un de ses clients que ses ressources financières ne suffisent pas à couvrir. Lorsque les dépôts de garantie des clients sont détenus sur un compte collectif auprès de la contrepartie centrale, celle-ci peut les utiliser couvrir les pertes imputables à un client dont les garanties sont déposées sur ce compte, mais ne devrait pas s'en servir pour couvrir les pertes enregistrées sur le propre compte du participant, à moins qu'il n'existe d'autres moyens de protéger les clients.

Recommandation 7 : Risques de conservation et de placement

Une contrepartie centrale devrait détenir les actifs de façon à réduire au minimum le risque de pertes ou de délai de mobilisation. Les actifs confiés à une contrepartie centrale devraient être placés en instruments présentant des risques minimes de crédit, de marché et de liquidité.

4.7.1 Une contrepartie centrale est tenue de protéger les actifs assurant l'exécution des obligations qu'ont ses membres vis-à-vis d'elle-même. Ces actifs peuvent être des espèces ou des

titres, et devraient être détenus de façon à être disponibles lorsque la contrepartie centrale en a besoin. De plus, les actifs qui sont placés devraient l'être dans des instruments présentant des risques minimes de crédit, de marché et de liquidité, afin que la contrepartie centrale connaisse les ressources à sa disposition et puisse les mobiliser rapidement.

4.7.2 Si un participant a apporté des titres en garantie, la contrepartie centrale doit faire appel à un conservateur, qui peut être un dépositaire central de titres (DCT) ou une institution financière, pour la conservation de ces titres. Les entités qui proposent des services de conservation devraient recourir à des procédures protégeant les titres, telles que celles décrites dans la Recommandation 12 des Recommandations pour les systèmes de règlement de titres (RSRT). À cet égard, la contrepartie centrale devrait s'assurer que les pratiques comptables, les procédures de conservation et les contrôles internes du conservateur protègent efficacement les titres contre l'insolvabilité, la négligence, l'utilisation abusive, la fraude, une gestion inappropriée ou une tenue de comptes inadéquate imputable au conservateur. Il est particulièrement important que les actifs confiés à un conservateur ne puissent faire l'objet d'aucune réclamation de la part créanciers de ce dernier. Ce principe est en général respecté si le cadre juridique favorise la ségrégation des actifs des clients et s'il existe un dispositif permettant de veiller à cette séparation. Si ce cadre juridique ou ce dispositif comporte des lacunes, la capacité de la contrepartie centrale à accéder rapidement aux titres pourrait être compromise. En outre, le conservateur devrait disposer d'une solide assise financière, afin de pouvoir faire face aux pertes résultant de problèmes opérationnels ou d'autres activités. La contrepartie centrale devrait confirmer qu'elle peut exercer ses droits sur les titres et accéder rapidement aux titres si nécessaire. Ces points sont particulièrement importants lorsque les titres sont confiés à des conservateurs situés sur des fuseaux horaires différents ou dans des juridictions différentes. La contrepartie centrale devrait surveiller en permanence la situation financière de ses conservateurs. Pour satisfaire à ces conditions, elle peut s'appuyer, lorsque cela est raisonnable et prudent, sur le cadre réglementaire applicable aux conservateurs et aux DCT auxquels elle choisit de faire appel.

4.7.3 La stratégie d'investissement de la contrepartie centrale ne devrait pas déroger à sa stratégie globale de gestion des risques. Dans certains cas, elle peut placer les espèces qu'elle a reçues de ses membres. Elle doit aussi prendre des décisions quant au placement de ses propres ressources. La contrepartie centrale est tenue de s'assurer que ces placements ne compromettent pas sa capacité à utiliser les fonds comme prévu. Les espèces reçues des participants sont des ressources qu'elle peut avoir à mobiliser en cas de défaut. De même, certaines contreparties centrales peuvent prévoir d'utiliser leurs propres ressources pour couvrir les pertes dépassant les ressources d'un participant défaillant. Si une contrepartie centrale souhaite que ses propres ressources servent à faire face aux pertes et aux contraintes de liquidité consécutives à un défaut, le mode de placement de ces ressources devrait être conforme à la présente recommandation, de sorte que ces ressources soient aisément disponibles en cas de besoin. (Certaines ressources seront investies dans des actifs physiques, tels que des ordinateurs ou des immeubles, qui ne font pas l'objet de la présente recommandation.) Les placements devraient être sécurisés ou constituer des créances sur des signatures de qualité, afin d'atténuer le risque de crédit auquel une contrepartie centrale est exposée. Ils doivent pouvoir être liquidés rapidement par la contrepartie centrale, avec une d'incidence négative sur les prix limitée. Les placements dans des instruments illiquides ou volatils ne sont pas appropriés. Si la contrepartie centrale est elle-même cotée en bourse, il doit lui être fait interdiction d'investir dans ses propres titres.

4.7.4 Une contrepartie centrale entretient souvent plusieurs types de relations avec les principales institutions financières, qui peuvent, par exemple, lui offrir des services de banque de règlement, des services de conservation et des facilités en termes de liquidité. Ces institutions peuvent également être membres de la contrepartie centrale et proposer des services de compensation à d'autres participants, ou recueillir les dépôts en espèces de la contrepartie centrale. Lorsqu'elle évalue son exposition, la contrepartie centrale devrait considérer avec attention ces multiples relations. Pour effectuer des placements, elle devrait prendre en compte son exposition globale au risque de crédit, que cette exposition résulte du placement d'espèces ou d'autres opérations, et veiller à ce qu'elle reste dans des limites acceptables en termes de concentration.

Aspects clés

1. Comme décrit dans les RSRT, une contrepartie centrale devrait recourir à des entités de conservation dont les pratiques comptables, les procédures de conservation et les contrôles internes protègent pleinement les titres qu'elle leur a confiés. Le cadre juridique devrait également permettre

de protéger les titres contre les réclamations des créanciers d'un conservateur. La contrepartie centrale devrait pouvoir accéder rapidement aux titres lorsque nécessaire. Elle devrait surveiller en permanence la situation financière de ses conservateurs.

2. Les placements devraient être sécurisés ou constituer des créances sur des signatures de qualité. Ils devraient pouvoir être liquidés rapidement avec peu d'incidence négative, voire aucune, sur les prix.

3. Lorsqu'elle prend des décisions d'investissement, une contrepartie centrale devrait tenir compte de son exposition globale au risque de crédit, que cette exposition résulte du placement d'espèces ou d'autres opérations, et veiller à ce qu'elle reste dans des limites acceptables en termes de concentration.

Questions clés

1. Par quel type d'entités les garanties sont-elles détenues ? La contrepartie centrale vérifie-t-elle la conformité des procédures et pratiques de ces entités à la Recommandation 12 des RSRT ? Si oui, comment ? Confirme-t-elle qu'elle peut exercer ses droits sur les titres et accéder rapidement aux titres en cas de défaut d'un participant, même si ces titres sont détenus sur un autre fuseau horaire ou dans une autre juridiction ? Surveille-t-elle en permanence la situation financière des conservateurs ?

2. Comment les espèces sont-elles placées ? Les placements sont-ils sécurisés ? Quelle norme la contrepartie centrale applique-t-elle pour s'assurer que les emprunteurs sont largement solvables ? Quelle norme applique-t-elle pour s'assurer que les placements présentent des risques minimales de marché et de liquidité ?

3. La contrepartie centrale tient-elle compte de son exposition vis-à-vis de la contrepartie concernée lorsqu'elle décide d'effectuer des placements ? Les placements sont-ils limités afin d'éviter la concentration de l'exposition au risque de crédit ? Si oui, comment ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

- a) Les conservateurs agissant pour la contrepartie centrale (en conformité avec la Recommandation 12 des RSRT) devraient recourir à des pratiques comptables, des procédures de conservation et des contrôles internes qui protègent pleinement les titres contre les réclamations de leurs créanciers. Il existe peu de risques de retard dans l'accès de la contrepartie centrale aux titres confiés aux conservateurs. (Question 1)
- b) Les placements sont sécurisés ou constituent des créances sur des signatures de qualité. Ils peuvent être liquidés rapidement avec peu d'incidence négative, voire aucune, sur les prix. (Question 2)
- c) La contrepartie centrale prend en compte son exposition globale sur ses contreparties lorsqu'elle définit la concentration maximale sur les banques en charge de ses placements. (Question 3)

2. Application générale

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) La condition 1 c) n'est pas remplie. (Question 3)

3. Application partielle

- a) La condition 1 a) est remplie ou la condition 1 b) est remplie. (Questions 1, 2)

4. Non-application

- a) Ni la condition 1 a) ni la condition 1 b) ne sont remplies. (Questions 1, 2)

Recommandation 8 : Risque opérationnel

Une contrepartie centrale devrait répertorier les sources de risque opérationnel et les réduire au minimum en mettant en place des systèmes, contrôles et procédures appropriés. Les systèmes devraient être fiables et sécurisés et disposer de capacités adéquates et évolutives. Les dispositifs de continuité d'exploitation devraient permettre à la contrepartie centrale d'effectuer une reprise rapide de ses opérations et de s'acquitter de ses obligations.

4.8.1 Le risque opérationnel est le risque de dysfonctionnements des systèmes informatiques ou des contrôles internes, d'erreurs humaines, d'erreurs de gestion ou de perturbations imputables à des événements extérieurs tels que des catastrophes naturelles, qui entraînent des pertes inattendues. Le risque opérationnel est important, car il peut nuire à l'efficacité des mesures adoptées pour faire face à d'autres risques et peut se traduire, pour les participants, par des pertes non prévues qui, si elles sont substantielles, sont susceptibles d'avoir des conséquences systémiques. La perturbation des opérations peut également engendrer une responsabilité juridique, une perte de réputation et des pertes commerciales.

4.8.2 Parmi les sources de risque opérationnel pour une contrepartie centrale figurent: un contrôle des systèmes et des processus inadéquat; plus généralement, une équipe dirigeante inadéquate (manque de compétence, supervision ou formation insuffisantes, ressources inappropriées); une identification ou une compréhension des risques, des contrôles et des procédures nécessaires pour limiter et gérer ces risques, inadéquate;; une attention portée à la conformité des procédures inadéquate. Les événements extérieurs tels que les actes de terrorisme, les crises sanitaires ou les catastrophes naturelles constituent d'autres sources de risque opérationnel qu'une contrepartie centrale devrait gérer.

4.8.3 Les défaillances opérationnelles potentielles incluent les erreurs ou retards dans le traitement de messages ou de transactions, les dysfonctionnements ou l'interruption de systèmes, les actes frauduleux commis par des membres du personnel et la divulgation d'informations confidentielles. Les erreurs ou retards dans le traitement des transactions peuvent résulter d'une mauvaise communication, d'informations ou d'une documentation incomplètes ou inexacts, d'une incapacité à suivre des instructions, ou d'erreurs dans la transmission de l'information. Ces problèmes sont particulièrement fréquents lorsque les processus sont manuels, mais l'automatisation comporte elle aussi des risques spécifiques (dysfonctionnements de systèmes, interruptions et délinquance informatique) qui peuvent tenir à des facteurs tels que l'insuffisance de la sécurité, des capacités informatiques, des tests de logiciels ou le manque de solidité des systèmes de secours.

4.8.4 Pour réduire au minimum le risque opérationnel, les contreparties centrales devraient activement répertorier et analyser les sources de risques, que ceux-ci découlent des mécanismes de la contrepartie centrale elle-même, de ceux de ses membres ou de facteurs extérieurs, et définir des politiques et des procédures claires pour la gestion de ces risques. Des contrôles internes solides sont essentiels à la gestion du risque opérationnel par la contrepartie centrale. Il devrait exister des contrôles de gestion adéquats et un personnel suffisant (et suffisamment qualifié) pour une mise en œuvre appropriée des procédures. Les politiques et procédures opérationnelles devraient être réexaminées périodiquement et après tout changement apporté aux systèmes. Les systèmes d'information devraient faire l'objet d'un audit interne périodique, et des audits externes devraient être sérieusement envisagés.

4.8.5 Tous les systèmes clés devraient être sécurisés (contrôles d'accès, protections adéquates empêchant les intrusions extérieures, pistes d'audit), fiables, évolutifs et capables de traiter des volumes d'ampleur extrême. Les contreparties centrales dépendent des moyens de communication électroniques et doivent veiller à l'intégrité des messages en utilisant des réseaux et des procédures fiables (codage notamment) pour transmettre les données avec précision, rapidité et sans interruption majeure. Le Principe fondamental VII des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* donne des détails sur les aspects opérationnels²¹.

4.8.6 Avant de s'engager dans d'autres activités qui ne sont pas directement liées à sa fonction première, telles que le développement d'un logiciel, le traitement de transactions pour lesquelles elle n'est pas contrepartie ou l'exploitation d'un système de négociation, une contrepartie centrale devrait

²¹ Voir CSPR, *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (BRI, 2001).

s'assurer que ces activités n'accaparent pas les ressources qui sont nécessaires à sa fonction première. Si ce risque existe pour les opérations en cours, la contrepartie centrale devrait soit réduire ses activités soit porter ses ressources à un niveau lui permettant d'exercer toutes ses activités de manière adéquate.

4.8.7 La contrepartie centrale devrait avoir mis en place un dispositif de continuité d'exploitation pour faire face aux événements induisant un important risque de perturbation de ses opérations. Les responsabilités internes concernant les plans de continuité d'exploitation devraient être explicitement définies, des ressources adéquates devraient y être consacrées et ces plans devraient faire l'objet d'un engagement ferme des plus hauts niveaux hiérarchiques. Les dispositifs de continuité d'exploitation devraient être assortis d'objectifs, de politiques et de procédures clairement définis, assurant une reprise rapide et dans les délais des opérations critiques, et permettant à la contrepartie centrale de continuer à surveiller les risques de ses membres. Dans l'idéal, les systèmes de secours devraient s'activer immédiatement. Bien qu'une reprise des opérations puisse être possible après une perturbation du système, moyennant la perte de certaines données, les dispositifs de secours devraient, au minimum, permettre le rétablissement de toutes les transactions qui étaient en cours au moment de la perturbation, afin que la continuité d'exploitation des systèmes soit assurée. Plusieurs juridictions de premier plan considèrent que la reprise des opérations des systèmes critiques devrait être réalisée sous deux heures. Cependant, en fonction de la nature des problèmes, cette reprise peut prendre davantage de temps. Au minimum, le rétablissement des opérations et des données devrait être effectué d'une manière et dans un délai permettant à la contrepartie centrale de s'acquitter de ses obligations à temps. Les dispositifs de continuité d'exploitation devraient être périodiquement réexaminés et testés avec les participants, et il faudrait procéder à des ajustements appropriés sur la base des résultats de ces réexamens et tests.

4.8.8 Certaines opérations des contreparties centrales peuvent être externalisées. Dans ce cas, le dysfonctionnement du prestataire extérieur peut induire un risque opérationnel pour la contrepartie centrale. Les contreparties centrales qui externalisent des opérations devraient donc veiller à ce que celles-ci respectent les mêmes normes que si elles avaient été effectuées en interne. À cette fin, la contrepartie centrale devrait disposer des informations et des contrôles lui permettant de satisfaire aux différents aspects de cette exigence. De plus, elle devrait évaluer son degré de vulnérabilité si elle recourt à seulement un ou quelques prestataires extérieurs de services (équipements collectifs notamment). Dans le cas où l'un de ces prestataires cesse d'opérer, la capacité de fonctionnement de la contrepartie centrale pourrait être compromise, ce qui risque d'engendrer une incertitude sur les marchés financiers s'il n'y a pas eu d'avertissement au préalable ou si cet avertissement a été d'ampleur limitée. La contrepartie centrale devrait, dans la mesure du possible, chercher à diversifier les systèmes clés, tels que l'alimentation électrique ou les réseaux de télécommunications, ou mettre en place des dispositifs de secours.

Aspects clés

1. Une contrepartie centrale devrait activement répertorier et analyser les sources de risque opérationnel et définir des politiques et procédures claires pour la gestion de ces risques, notamment des risques découlant des opérations externalisées ou de ses autres activités.
2. Une contrepartie centrale devrait avoir mis en place un dispositif de continuité d'exploitation pour faire face aux événements induisant un important risque de perturbation de ses opérations, et ce dispositif devrait assurer la reprise rapide des opérations critiques, de sorte que la contrepartie centrale puisse s'acquitter de ses obligations à temps. Les dispositifs de secours devraient, au minimum, permettre le rétablissement de toutes les transactions qui étaient en cours au moment de la perturbation, afin que la continuité de fonctionnement des systèmes soit assurée. Les dispositifs de continuité d'exploitation devraient être périodiquement réexaminés et testés avec les participants, et il faudrait procéder à des ajustements appropriés, sur la base des résultats de ces réexamens et tests.
3. Il devrait exister des contrôles de gestion adéquats et un personnel suffisant (et suffisamment qualifié) pour une mise en œuvre appropriée des procédures. Les systèmes d'information devraient faire l'objet d'un audit interne périodique.
4. Tous les systèmes clés devraient être fiables, sécurisés et capables de traiter des volumes d'ampleur extrême.

Questions clés

1. La contrepartie centrale dispose-t-elle d'un processus lui permettant de répertorier, d'analyser et de gérer activement son risque opérationnel, notamment les risques découlant de l'externalisation d'opérations et de ses autres activités ?
2. La contrepartie centrale a-t-elle mis en place des dispositifs de continuité d'exploitation pour faire face aux événements induisant un important risque de perturbation de ses opérations ? Ces dispositifs assurent-ils un rétablissement rapide des informations critiques ? Permettent-ils le rétablissement de toutes les transactions qui étaient en cours au moment de la perturbation, afin que la continuité de fonctionnement des systèmes soit assurée ? Le dispositif de continuité d'exploitation est-il périodiquement réexaminé et testé avec les participants ? Des ajustements appropriés sont-ils effectués sur la base des résultats de ces réexamens et tests ?
3. Existe-t-il des contrôles de gestion adéquats et un personnel suffisant (et suffisamment qualifié) pour une mise en œuvre appropriée des procédures ? Les aspects opérationnels sont-ils réexaminés périodiquement par la direction, notamment par des personnes non chargées des opérations concernées ? Existe-t-il une fonction d'audit interne et cette fonction réexamine-t-elle périodiquement les contrôles du risque opérationnel ?
4. Combien de fois un système clé a-t-il été défaillant au cours de l'année précédente ? Quelle est la cause la plus fréquente des défaillances ? Quel a été le délai de rétablissement des opérations ? Combien de données relatives aux transactions ont-elles été perdues, le cas échéant ? Comment la contrepartie centrale veille-t-elle à l'intégrité des messages ? La contrepartie centrale dispose-t-elle de plans de capacité pour les systèmes clés et contrôle-t-on périodiquement ces systèmes pour déterminer s'ils peuvent traiter des volumes d'ampleur extrême ?

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*
 - a) La contrepartie centrale répertorie et analyse activement les sources de risque opérationnel et définit des politiques de gestion de ce risque, notamment du risque découlant des opérations qu'elle externalise ou de ses autres activités. (Question 1)
 - b) Tous les systèmes clés sont dotés de dispositifs de continuité d'exploitation appropriés, permettant une reprise rapide des opérations critiques, et ces dispositifs sont périodiquement testés avec les participants. (Question 2)
 - c) Il existe des contrôles de gestion adéquats et un personnel suffisant pour une mise en œuvre appropriée des procédures, et les contrôles du risque opérationnel font l'objet d'un audit interne périodique. (Question 3)
 - d) Il n'y a pas ou peu de dysfonctionnements de systèmes clés, la reprise des opérations après un dysfonctionnement est adéquate et tous les systèmes clés sont capables de traiter des volumes d'ampleur extrême. (Question 4)
2. *Application générale*
 - a) Les conditions 1 a), 1 b) et 1 c) sont remplies. (Questions 1, 2, 3)
 - b) Mais : il se produit un certain nombre de dysfonctionnements de systèmes clés, d'ampleur ou de durée limitée, même si la reprise des opérations est adéquate. (Question 4)
3. *Application partielle*
 - a) La condition 1 a) est remplie. (Question 1)
 - b) Mais : quelques dysfonctionnements ou des dysfonctionnements périodiques de systèmes clés se produisent, et les difficultés de reprise des opérations montrent la nécessité d'améliorer les dispositifs de continuité d'exploitation. (Questions 2, 4)
 - c) Ou : la condition 1 c) n'est pas remplie. (Question 3)
4. *Non-application*
 - a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)

- b) Ou : il se produit fréquemment des dysfonctionnements de systèmes clés, les dispositifs de continuité d'exploitation ne sont pas appropriés ou il existe un degré inacceptable d'incertitude quant au rétablissement des données. (Questions 2, 4)

Recommandation 9 : Règlements espèces

Une contrepartie centrale devrait recourir à des dispositifs de règlements espèces qui éliminent ou limitent rigoureusement ses risques de banque de règlement, à savoir ses risques de crédit et de liquidité résultant du recours à des banques pour effectuer les règlements avec ses participants. Les transferts de fonds en faveur de la contrepartie centrale devraient être définitifs dès leur réalisation.

4.9.1 Les contreparties centrales doivent effectuer divers règlements espèces avec leurs membres, notamment en ce qui concerne la collecte et le versement des espèces servant aux appels de marge²². (Les paiements contre livraison de titres ou de marchandises sont traités par la Recommandation 10 sur les livraisons.) Pour effectuer ces règlements espèces, une contrepartie centrale devrait instaurer des dispositifs avec ses membres, ainsi qu'avec une ou plusieurs banques (ses banques de règlement).

4.9.2 Les dispositifs de règlements espèces mis en œuvre par les contreparties centrales sont extrêmement divers. On peut néanmoins identifier deux modèles de base : banque centrale et banque de règlement privée. Dans le premier cas, la banque centrale d'émission (celle qui émet la monnaie dans laquelle les paiements sont effectués) est l'unique banque de règlement à laquelle recourt la contrepartie centrale, et tous les règlements espèces entre cette dernière et ses membres sont effectués en monnaie banque centrale. Les membres de la contrepartie centrale peuvent ouvrir des comptes auprès de la banque centrale ou procéder aux règlements avec la contrepartie centrale en recourant aux banques qui disposent elles-mêmes de comptes ouverts auprès de la banque centrale (dispositif de règlement à intermédiation). Dans le modèle banque de règlement privée, la contrepartie centrale choisit comme banques de règlement un ensemble de banques privées, ouvre un compte auprès de chacune d'elles et impose à chacun de ses membres de faire de même. Les règlements espèces avec ses membres sont effectués en monnaie banque privée, via ces comptes. Les comptes ouverts par la contrepartie centrale auprès de ces banques peuvent alors être soldés par transferts entre banques de règlement. Ces transferts sont généralement réalisés en monnaie centrale, par l'intermédiaire du système de paiement national.

4.9.3 L'utilisation du modèle banque centrale fait disparaître les risques de banque de règlement pour la contrepartie centrale et satisfait donc sans ambiguïté aux exigences de la présente recommandation²³. Cependant, cette approche n'est pas toujours possible, car elle impose à la contrepartie centrale d'avoir accès à un compte auprès de la banque centrale d'émission. Même dans un système à une seule monnaie, une contrepartie centrale ne dispose pas systématiquement d'un tel accès. Dans un système multidevises, elle a rarement (voire jamais) accès à distance aux comptes ouverts auprès de toutes les banques centrales d'émission. Même lorsque c'est le cas, les systèmes de paiement des banques centrales concernées ne fonctionnent souvent pas (ou ne procèdent pas au paiement définitif) au moment où la contrepartie centrale a besoin d'effectuer des règlements espèces.

4.9.4 Le modèle banque de règlement privée expose la contrepartie centrale au risque de défaut de cette banque. Néanmoins, une contrepartie centrale qui recourt à ce modèle peut se conformer à la présente recommandation en prenant des dispositions limitant sa probabilité d'exposition en cas de défaillance de la banque de règlement, ainsi que les contraintes de liquidité et pertes potentielles auxquelles elle serait alors exposée. Ces dispositions devraient inclure : 1) l'instauration et la surveillance permanente de critères rigoureux concernant le recours à une banque privée pour le

²² Cette recommandation porte sur les règlements espèces découlant de la fonction de contrepartie centrale. Dans les cas où une contrepartie centrale est aussi le dépositaire central de titres, ces règlements espèces devraient être évalués au regard de la Recommandation 10 des RSRT (actifs de règlement) plutôt qu'au regard de la présente recommandation.

²³ La présente recommandation est axée sur les risques sur banque de règlement encourus par la contrepartie centrale. Même si le recours au modèle banque centrale élimine ces risques, les membres de la contrepartie centrale y sont, eux, exposés s'ils effectuent des règlements avec cette dernière via les comptes ouverts auprès de banques privées (dispositif de règlement à intermédiation) plutôt que via les comptes directement ouverts auprès de la banque centrale.

règlement ; 2) si possible, l'utilisation de plusieurs banques de règlement et la surveillance permanente de la concentration des activités de paiement parmi ces établissements.

4.9.5 La contrepartie centrale devrait définir des critères rigoureux relatifs à la solvabilité, à l'accès aux liquidités et à la fiabilité opérationnelle des banques privées utilisées comme banques de règlement. Les banques de règlement devraient faire l'objet d'une supervision et d'une régulation bancaires efficaces et être suffisamment capitalisées. Elles devraient avoir accès à la liquidité de manière à pouvoir s'en procurer en abondance, que ce soit sur le marché ou auprès de la banque centrale d'émission. Elles devraient disposer des moyens techniques nécessaires pour fournir des services de paiement fiables dans les délais et selon les modalités fixées par la contrepartie centrale. Cette dernière devrait surveiller en permanence le respect de ses critères par les banques de règlement. Si cela est raisonnable et prudent, elle peut tenir compte des fonctions de supervision exercées par les autorités de contrôle bancaire pour veiller au respect d'une partie ou de la totalité de ces critères par les banques de règlement.

4.9.6 Tout jugement portant sur la solvabilité étant inévitablement faillible, une contrepartie centrale qui recourt au modèle banque de règlement privée devrait prendre des dispositions supplémentaires pour limiter son exposition en cas de défaut de cette banque. Dans l'idéal, elle devrait faire appel à plusieurs banques de règlement, afin de diversifier les risques de défaut. Cependant, il arrive que, dans certaines juridictions, une seule banque privée soit en mesure de satisfaire aux critères de solvabilité et de fiabilité opérationnelle. Dans tous les cas, même lorsqu'il existe plusieurs banques de règlement, le degré effectif de dispersion des risques dépend du nombre de ces banques, mais également de la répartition entre les différentes banques de règlement des participants et de leurs obligations de paiement. Malgré l'utilisation de plusieurs banques de règlement, l'exposition d'une contrepartie centrale peut rester fortement concentrée si de nombreux membres (voire quelques-uns des plus importants) décident d'utiliser la même banque de règlement. La concentration de l'exposition peut être accentuée si une banque de règlement est également adhérent compensateur ou si une contrepartie centrale a placé auprès de cette banque tout ou partie des ressources dont elle dispose pour faire face au défaut de participants. Par conséquent, une contrepartie centrale devrait surveiller de près la répartition de l'exposition entre banques de règlement et évaluer ses pertes et contraintes de liquidité potentielles en cas de défaut de la banque représentant la plus forte concentration de flux de règlements.

4.9.7 Tant dans le modèle banque centrale que dans celui de banque de règlement privée, un aspect crucial est le moment où les transferts de fonds sur le(s) compte(s) d'une contrepartie centrale acquièrent leur caractère définitif. Dans le premier modèle, les obligations des participants vis-à-vis de la contrepartie centrale ne s'éteignent pas (et donc l'exposition de la contrepartie centrale n'est pas réduite) tant que les transferts ne sont pas définitifs, c'est-à-dire irrévocables et inconditionnels. Dans le second modèle, ces obligations ne s'éteignent pas tant que les transferts sur les comptes que la contrepartie centrale a ouverts auprès des banques de règlement n'ont pas acquis leur caractère définitif, et la contrepartie centrale ne peut réduire ni éliminer son exposition envers ces banques avant de pouvoir procéder à des transferts définitifs de fonds depuis les comptes dont elle dispose auprès des banques de règlement. Ces transferts (sur les livres des différentes banques de règlement et entre banques de règlement) devraient par conséquent être définitifs dès leur réalisation (c'est-à-dire au moment où les comptes de la contrepartie centrale sont crédités). À cette fin, les accords entre la contrepartie centrale et les banques de règlement devraient indiquer clairement la date à laquelle doivent être effectués les transferts sur les livres des banques de règlement, spécifier que ces transferts doivent être définitifs dès leur réalisation, et permettre leur retransfert immédiat. S'il est attendu qu'une contrepartie centrale puisse procéder à des appels de marge intrajournaliers (Recommandation 4), les systèmes de paiement utilisés pour les différentes monnaies de règlement devront conférer ce caractère définitif en temps réel ou sur une base intrajournalière, au moment où la contrepartie centrale souhaite effectuer ces appels de marge. La législation des juridictions concernées devrait être compatible avec les modalités des contrats passés entre la contrepartie centrale et les banques en ce qui concerne le caractère définitif des transferts. Enfin, la contrepartie centrale devrait confirmer que les transferts sont effectués dans les conditions et les délais requis.

Aspects clés

1. La contrepartie centrale utilise le modèle banque centrale ou le modèle banque de règlement privée et prend des dispositions supplémentaires (voir Aspects essentiels 3 et 4) pour limiter la probabilité de défaut d'une banque de règlement et les pertes qui pourraient en résulter.

2. Les transferts de fonds à la contrepartie centrale devraient être définitifs dès leur réalisation. La contrepartie centrale devrait systématiquement confirmer qu'ils ont été effectués dans les conditions et les délais prévus dans les accords qu'elle a passés avec les banques de règlement.

3. La contrepartie centrale devrait définir des critères rigoureux de solvabilité, d'accès à la liquidité et de fiabilité opérationnelle pour les banques privées utilisées comme banques de règlements, et elle devrait veiller au respect de ces critères.

4. Une contrepartie centrale devrait surveiller de près la répartition de son exposition envers les banques de règlement, et évaluer ses pertes et contraintes de liquidité potentielles en cas de défaut de la banque privée présentant la plus forte concentration de flux de règlements.

Questions clés

1. La contrepartie centrale recourt-elle au modèle banque centrale ou à celui de banque de règlement privée ?

2. Les accords que la contrepartie centrale a passés avec sa(ses) banque(s) de règlement indiquent-ils que les transferts de fonds sur ses comptes sont définitifs dès leur réalisation ? La législation des juridictions concernées est-elle compatible avec ces dispositions ? Les systèmes de paiement utilisés pour les différentes monnaies de règlement assurent-ils le caractère définitif des transferts intrajournaliers ? La contrepartie centrale confirme-t-elle systématiquement que les transferts de fonds ont été effectués dans les conditions et les délais prévus dans ces accords ?

3. Si le modèle banque de règlement privée est utilisé, la contrepartie centrale définit-elle et veille-t-elle à ce que les banques auxquelles elle fait appel respectent des critères rigoureux de solvabilité, d'accès à la liquidité et de fiabilité opérationnelle ?

4. Si le modèle banque de règlement privée est mis en œuvre, la contrepartie centrale surveille-t-elle activement la concentration de l'exposition parmi les banques de règlement et évalue-t-elle systématiquement ses pertes et contraintes de liquidité qui pourraient résulter d'un défaut d'une de ces banques ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

a) La contrepartie centrale recourt au modèle banque centrale et les transferts de fonds sur ses comptes sont définitifs dès leur réalisation. (Questions 1, 2)

b) Ou : la contrepartie centrale recourt au modèle banque de règlement privée et : i) les transferts de fonds sur ses comptes sont définitifs dès leur réalisation (Question 2) ; ii) la contrepartie centrale définit des critères rigoureux de solvabilité, d'accès à la liquidité et de fiabilité opérationnelle et veille à ce que les banques de règlement respectent ces critères (Question 3) ; et iii) la contrepartie centrale surveille activement la concentration de son exposition envers les banques de règlement et évalue systématiquement ses pertes et contraintes de liquidité potentielles (Question 4).

2. Application générale

a) Les conditions 1 b) i) et 1 b) ii) sont remplies. (Questions 2, 3)

b) Mais : la condition 1 b) iii) n'est pas entièrement remplie. La contrepartie centrale surveille la concentration de son exposition envers les banques de règlement, mais pas activement, ou n'évalue pas systématiquement ses pertes et contraintes de liquidité potentielles. (Question 4)

3. Application partielle

a) La condition 1 b) i) est remplie. (Question 2)

b) Mais : la condition 1 b) ii) n'est pas entièrement remplie. Il existe des lacunes dans les procédures que la contrepartie centrale met en œuvre pour surveiller le respect des critères qu'elle a définis à l'intention des banques de règlement, ou la condition 1 b) iii) n'est pas remplie. (Question 4)

4. *Non-application*

- a) La contrepartie centrale recourt au modèle banque centrale, mais les transferts de fonds sur ses comptes ne sont pas définitifs dès leur réalisation. (Questions 1, 2)
- b) Ou : la condition 1 b) i) ou 1 b) ii) n'est pas remplie. (Questions 2, 3)

Note explicative

1. Dans les RSRT, le terme « règlement en espèces » est utilisé pour désigner l'exécution des obligations de paiement découlant de livraisons de titres au sein d'un DCT. Nous évitons de l'employer ici, car il peut désigner par ailleurs le règlement en espèces de contrats sur dérivés et non la livraison de l'actif sous-jacent.

Recommandation 10 : Livraison

Une contrepartie centrale devrait clairement définir ses obligations de livraison. Les risques résultant de ces obligations devraient être identifiés et gérés.

4.10.1 Les obligations des contreparties centrales varient, particulièrement au moment de la livraison²⁴. Le règlement de nombreux contrats traités par les contreparties centrales nécessite (ou autorise) le règlement physique, c'est-à-dire la livraison, par le vendeur à l'acheteur, des actifs livrables (actions, obligations, devises ou produits non financiers, notamment) contre un paiement en espèces. Ces contrats peuvent inclure des opérations sur les marchés au comptant ou sur les marchés de dérivés qui ne nécessitent pas de règlement espèces à la date de livraison ou d'échéance. À la date de règlement ou d'exercice, la contrepartie centrale pourrait avoir l'obligation d'effectuer la livraison ou de recevoir la livraison d'un instrument physique. Autre possibilité : la contrepartie centrale peut confier cette responsabilité à certains participants et, si l'un de ces derniers ne s'exécute pas, elle indemnise les participants non défaillants pour toutes les pertes subies. Dans ce dernier cas, elle ne garantit pas la réception ou la livraison de l'instrument physique lui-même, ni le paiement. De nombreuses autres variantes des obligations de livraison de la contrepartie centrale sont envisageables. La contrepartie centrale devrait dans tous les cas indiquer clairement à ses membres quelles sont ses obligations liées à la livraison d'instruments physiques.

4.10.2 Le processus de livraison expose une contrepartie centrale à la fois à des risques de crédit et à des risques de liquidité, qu'elle doit gérer. Au moment de la livraison, le risque peut porter sur la valeur intégrale du principal d'une transaction. C'est pourquoi cette forme de risque de crédit est souvent appelé « risque en principal ». Tant l'acheteur (celui qui reçoit l'instrument physique) que le vendeur (celui qui livre) y sont exposés. Il y a risque de liquidité car, si l'acheteur est défaillant, la contrepartie centrale doit quand même payer le vendeur (non défaillant). Si une contrepartie centrale garantit la livraison d'un instrument physique, elle encourt, en cas de défaut du vendeur, une forme de risque de liquidité liée à l'achat de cet instrument. Elle devrait donc identifier et atténuer les risques de crédit et de liquidité auxquels elle est exposée au niveau du processus de livraison. Les mesures nécessaires à cette atténuation des risques dépendent des obligations qu'elle assume, des mécanismes disponibles pour le règlement de l'instrument physique à livrer et de l'ampleur des risques liés au règlement des instruments physiques, des opérations de la contrepartie centrale et des marchés qui y sont liés. Pour certaines contreparties centrales, ces facteurs constituent une source de risque relativement mineure.

4.10.3 On peut éliminer le risque en principal en recourant à un mécanisme de livraison contre paiement (ou règlement-livraison). Ce mécanisme combine un système de transfert de fonds (paiement) et un système de transfert de l'instrument physique (livraison) afin que le paiement soit effectué si et seulement si la livraison a lieu. Si une contrepartie centrale a une obligation de livraison, elle devrait éliminer le risque en principal en utilisant le mécanisme de livraison contre paiement disponible.

4.10.4 Dans certains cas, une contrepartie centrale peut assumer des obligations liées à la livraison d'instruments physiques pour lesquels il n'existe pas de mécanisme de livraison contre paiement, et

²⁴ Cette recommandation ne concerne pas les mouvements *franco* des sûretés destinées à des appels de marge.

devrait prendre des mesures supplémentaires pour atténuer le risque en principal. Il est fréquent qu'elle gère des dépôts de garantie destinés à atténuer le risque de prix de préréglément d'une position. Ces dépôts de garantie devraient être conservés jusqu'à ce que la livraison soit achevée. Cependant, leur valeur étant généralement inférieure à celle du principal sur lequel porte le risque à la livraison, la contrepartie centrale devrait constituer des moyens de protection supplémentaires pour le processus de livraison. Certaines contreparties centrales imposent ainsi à leurs membres de préfinancer les paiements liés aux livraisons ou d'apporter une garantie bancaire (ce dernier instrument peut constituer un engagement irrévocable, de la part de la banque du participant, à garantir le paiement à la banque de la contrepartie centrale). Pour les instruments physiques, la contrepartie centrale peut désigner une entité agréée à laquelle ces instruments devraient être livrés. Les fonds ne sont alors remis au vendeur que lorsqu'il existe des preuves appropriées que la livraison à cette entité a bien été effectuée, et l'instrument physique n'est alors livré à l'acheteur que si celui-ci a préfinancé son obligation de paiement ou apporté une garantie de paiement acceptable.

4.10.5 Le risque de liquidité devrait être géré par la contrepartie centrale, même lorsque des mécanismes de livraison contre paiement sont disponibles. Des dispositifs d'accès à la liquidité devraient permettre à la contrepartie centrale de garantir la disponibilité des fonds à verser au vendeur en cas de défaut de l'acheteur à la livraison. Ce mécanisme d'accès à la liquidité peut être garanti par l'instrument physique livré par le vendeur. En outre, la contrepartie centrale devrait être dotée de dispositifs lui permettant de vendre les instruments livrés. Lorsqu'elle a pour obligation de livrer un instrument physique à des acheteurs, elle devrait également disposer de facilités lui permettant d'acquiescer cet instrument en cas de défaut du vendeur à la livraison. Enfin, elle devrait définir des exigences claires pour le cas où le vendeur tarderait à effectuer la livraison (pénalités pour règlement tardif ou obligation d'emprunt et de prêt de titres, par exemple), de manière à faciliter un taux de règlement élevé, et donc une réduction du risque.

4.10.6 Outre les risques de crédit et de liquidité, une contrepartie centrale peut aussi avoir à gérer les risques associés aux obligations de stockage et de livraison des instruments physiques destinés au règlement. Si elle est chargée de l'entreposage et du transport, elle devrait prendre des dispositions tenant compte des caractéristiques des instruments concernés (stockage dans certaines conditions de température et d'hygrométrie dans le cas de denrées périssables, par exemple). Elle devrait également envisager des mesures supplémentaires (sécurité physique et contrats d'assurance, notamment) pour atténuer ses risques de stockage et de livraison (autres que le risque en principal). Dans certains cas, elle peut mettre en rapport les participants ayant des obligations de livraison avec ceux qui doivent recevoir les instruments. Elle cesse alors de participer directement au processus de stockage et de livraison. Les obligations juridiques relatives à la livraison devraient dans ce cas être clairement énoncées, notamment dans les règles régissant les défauts et dans tout accord connexe. Il faudrait en particulier préciser si le membre qui reçoit les instruments doit, en cas de pertes, demander une indemnisation à la contrepartie centrale ou au livreur. La contrepartie centrale devrait également disposer du pouvoir nécessaire pour vérifier que ses membres disposent des systèmes et des ressources nécessaires pour s'acquiescer pleinement de leurs obligations de livraison.

Aspects clés

1. Une contrepartie centrale devrait définir clairement ses obligations en ce qui concerne la livraison d'instruments physiques, et spécifier notamment si elle est tenue d'effectuer ou de recevoir la livraison et d'indemniser les participants en cas de pertes subies au cours de ce processus.
2. Si une contrepartie centrale a l'obligation de livrer des instruments physiques ou de recevoir des livraisons d'instruments physiques, elle devrait éliminer son risque en principal en recourant à un mécanisme de livraison contre paiement. Si aucun mécanisme de livraison contre paiement n'est disponible, la contrepartie centrale devrait prendre d'autres dispositions pour atténuer son risque en principal.
3. Si une contrepartie centrale a l'obligation de livrer des instruments physiques ou de recevoir des livraisons d'instruments physiques, elle devrait prendre des dispositions pour identifier et atténuer tous les risques de liquidité, de stockage et de livraison (autres que le risque en principal) auxquels elle est exposée au cours du processus de livraison.

Questions clés

1. La contrepartie centrale a-t-elle défini des règles énonçant clairement ses obligations en ce qui concerne la livraison d'instruments physiques ?
2. La contrepartie centrale a-t-elle l'obligation de livrer des instruments physiques ou de recevoir des livraisons d'instruments physiques ? Si oui, utilise-t-elle des mécanismes de livraison contre paiement qui éliminent le risque en principal ? Si aucun mécanisme de livraison contre paiement n'est disponible, la contrepartie centrale prend-t-elle d'autres dispositions pour atténuer son risque en principal ?
3. La contrepartie centrale a-t-elle identifié les risques de liquidité, de stockage et de livraison (autres que le risque en principal) auxquels elle est exposée en raison de ses obligations de livraison ? Prend-elle des dispositions pour atténuer ces risques ? Lesquelles ?

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*
 - a) La contrepartie centrale définit clairement ses obligations en ce qui concerne la livraison d'instruments physiques. (Question 1)
 - b) La contrepartie centrale utilise des mécanismes de livraison contre paiement pour la livraison d'instruments physiques ou prend d'autres dispositions pour atténuer le risque en principal si aucun mécanisme de livraison contre paiement n'est disponible. (Question 2)
 - c) La contrepartie centrale identifie les risques de liquidité, de stockage et de livraison (autres que le risque en principal) auxquels elle est exposée et prend des dispositions efficaces pour atténuer ces risques. (Question 3)
2. *Application générale*
 - a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
 - b) Mais : la condition 1 c) n'est pas entièrement remplie. Il existe des lacunes dans les dispositifs mis en place par la contrepartie centrale pour gérer les risques de liquidité, de stockage et de livraison (autres que le risque en principal) associés aux règlements impliquant des instruments physiques. (Question 3)
3. *Application partielle*
 - a) La condition 1 a) est remplie. (Question 1)
 - b) Mais : la condition 1 b) n'est pas remplie. (Question 2)
4. *Non-application*
 - a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)

Notes explicatives

1. Les obligations de livraison d'une contrepartie centrale diffèrent d'un produit à l'autre. L'évaluation de l'application de la présente recommandation doit être axée sur la livraison des produits les plus activement échangés.
2. Si une contrepartie centrale n'a pas l'obligation de procéder à des livraisons et l'indique clairement, l'entité d'évaluation devrait considérer que cette contrepartie centrale a appliqué la présente recommandation.

Recommandation 11 : Risques relatifs aux liens entre contreparties centrales

Une contrepartie centrale qui établit des liens, soit transfrontières, soit domestiques, pour la compensation d'opérations devrait évaluer les sources potentielles de risques qui peuvent en découler et s'assurer que ces risques sont en permanence gérés avec prudence. Un cadre régissant la

coopération et la coordination entre les autorités de régulation et de surveillance concernées devrait être établi.

4.11.1 Les contreparties centrales établissent des liens pour faciliter la compensation et la rendre plus efficiente. Un lien permet aux membres d'une contrepartie centrale opérant sur un marché donné d'effectuer des transactions sur un autre marché tout en procédant à la compensation via leurs dispositifs existants. En élargissant les possibilités de négociation sans répercuter sur les intervenants la totalité des coûts découlant normalement de participation à la compensation, les liens peuvent accroître la liquidité sur les marchés. Un lien peut également réduire les coûts de conception et de fonctionnement des systèmes, car il permet aux contreparties centrales de partager ces dépenses.

4.11.2 Les liens entre contreparties centrales revêtent diverses formes, que l'on peut différencier en fonction de deux critères : le degré d'intégration des systèmes et l'éventuelle modification des obligations des contreparties centrales vis-à-vis de leurs adhérents compensateurs. Avec le type de lien le plus direct, une contrepartie centrale devient adhérent compensateur d'une autre sans que l'intégration de leurs systèmes respectifs ne soit plus poussée. Dans d'autres cas, les contreparties centrales fusionnent leurs systèmes afin de créer une plateforme de compensation unique. Le jumelage de marges a, en partie, les mêmes conséquences : chaque contrepartie centrale utilise le système de gestion des risques de l'autre lorsqu'elle prend connaissance des positions d'un participant et regroupe les dépôts de garantie sur un compte unique. Ces dispositifs devraient, eux aussi, être évalués dans le cadre de la présente recommandation. Les différents types de liens sont brièvement décrits à la fin de cette sous-section, dans les notes explicatives.

4.11.3 La nature et le niveau des risques induits par un lien dépendent du degré d'intégration. Ainsi, un lien qui engendre peu d'interdépendances entre contreparties centrales ne modifie pas toujours radicalement le mode de gestion des risques. Néanmoins, le défaut d'une des contreparties centrales peut avoir des conséquences plus complexes et plus étendues que celui d'un participant ordinaire, voire d'un autre adhérent compensateur de taille importante. Même si chaque lien présente un profil de risque spécifique, on peut identifier plusieurs risques généraux (risques juridique, opérationnel, de crédit et de liquidité), ainsi que des problèmes généraux liés à la régulation et à la surveillance. Avant d'établir un lien, les contreparties centrales devraient donc évaluer les sources potentielles de risques qui en découlent. Les dispositifs devraient être conçus de manière à permettre la gestion efficace de ces risques, afin que la contrepartie centrale puisse continuer d'appliquer ces recommandations. Les contreparties centrales qui établissent un lien devraient pouvoir s'acquitter dans les délais de toutes leurs obligations réciproques et envers leurs membres qui utilisent ce lien. De plus, la création d'un lien ne devrait pas compromettre leur capacité à remplir à temps leurs obligations envers leurs autres membres.

4.11.4 Un lien peut induire un risque juridique si son fonctionnement est inefficace. Cette inefficacité peut tenir à des différences dans la législation et les règles contractuelles régissant les systèmes partenaires et ceux qui y participent, notamment en ce qui concerne la novation ou l'offre ouverte, la compensation, les sûretés et le caractère définitif du règlement, ainsi que les conflits de lois. Ces différences peuvent générer des incertitudes quant au caractère exécutoire des obligations de la contrepartie centrale liées à la novation ou à l'offre ouverte dans les juridictions où ces concepts ne sont pas reconnus. Elles peuvent aussi, de manière non intentionnelle, permettre aux membres d'une contrepartie centrale de se retourner contre l'autre si la première est défaillante. Les différences de critères et de définition du moment du caractère définitif du règlement induisent également des risques, car les transferts considérés comme définitifs dans un système ne le sont pas forcément dans un autre. Pour limiter cette incertitude, les contreparties centrales qui établissent des liens devraient clairement définir leurs obligations et leurs droits respectifs, et spécifier sans ambiguïté, dans leur accord, la législation applicable. Les lois et règles contractuelles qui régissent les systèmes partenaires et le lien même devraient donc être compatibles avec la configuration du lien et protéger de manière adéquate les deux contreparties centrales et leurs membres.

4.11.5 Un lien peut induire un risque opérationnel si son fonctionnement est inefficace. Cette inefficacité peut tenir à des différences dans les fuseaux horaires, les jours et les heures de fonctionnement, ce qui affecte la disponibilité du personnel et l'exploitation d'autres systèmes ou institutions partenaires, tels que les DCT. Les systèmes et dispositifs de communication entre contreparties centrales devraient être fiables et sécurisés, de façon à ce que le fonctionnement du lien ne fasse pas courir d'importants risques opérationnels aux contreparties centrales partenaires.

4.11.6 Un lien peut aussi créer des interdépendances de crédit et de liquidité entre systèmes. Si une contrepartie centrale devient membre d'une autre contrepartie centrale via un lien, les deux

contreparties centrales sont directement et mutuellement exposées à leurs risques de crédit et de liquidité respectifs. Leur accord devrait en outre spécifier le mode de gestion de cette exposition. La concentration des participants, le jumelage de marges et la mise en commun de ressources financières peuvent induire une exposition supplémentaire, de sorte qu'un défaut dans un système risque d'accélérer les pertes et les contraintes de liquidité au niveau de l'autre système. Ces interdépendances sont de nature à réduire la probabilité de défauts, mais accentuent l'impact de ceux qui se produisent. Les sources potentielles de risques de crédit et de liquidité auxquels la contrepartie centrale est exposée dans le cadre d'un lien, et en particulier du jumelage de marges, devraient par conséquent être identifiées, surveillées et gérées efficacement.

4.11.7 Les liens transfrontières entre contreparties centrales peuvent également créer des incertitudes quant aux responsabilités respectives des autorités de régulation et de surveillance. Dans certains cas, il n'est pas clairement défini quelle autorité régule tel aspect d'un lien ; dans d'autres, les contreparties centrales sont soumises à des dispositifs de régulation qui font double emploi, voire qui sont contradictoires. Pour limiter une partie de ces incertitudes, le lien devrait faire l'objet d'une notification préalable aux autorités de régulation et de surveillance, afin que celles-ci s'assurent qu'il ne nuit pas à l'efficacité de leurs fonctions. Il devrait également exister un cadre régissant la coopération et la coordination entre les autorités, notamment pour un partage approprié de l'information et une répartition des responsabilités si une action conjointe des régulateurs est nécessaire.

Aspects clés

1. Avant d'établir un lien avec une autre contrepartie centrale, une contrepartie centrale devrait évaluer les sources potentielles de risques qui découlent de ce lien. Le dispositif devrait être conçu de façon à ce que la contrepartie centrale conserve sa capacité à se conformer aux autres recommandations contenues dans ce rapport.
2. La législation et les règles contractuelles nationales qui régissent les systèmes partenaires et le lien lui-même devraient être compatibles avec la configuration de ce dernier et protéger de manière adéquate les deux contreparties centrales.
3. Les sources potentielles de risques opérationnel, de crédit et de liquidité auxquels une contrepartie centrale est exposée suite à l'établissement d'un lien devraient être surveillées et gérées efficacement en permanence.
4. Pour la régulation et la surveillance du lien, il devrait exister un cadre régissant la coopération et la coordination entre les autorités, notamment pour le partage de l'information et la répartition des responsabilités si une action conjointe des régulateurs est nécessaire.

Questions clés

1. Quels types de liens sont mis en œuvre ? La contrepartie centrale a-t-elle analysé les sources potentielles de risques qui en découlent ? Les dispositifs de gestion des risques sont-ils conçus de façon à réduire au minimum ou à contenir ces risques, de sorte que la contrepartie centrale conserve sa capacité à se conformer aux autres recommandations contenues dans le présent rapport ?
2. Quelle législation et quelles règles contractuelles régissent le lien ? Quelles dispositions les contreparties centrales ont-elles prises pour s'assurer que cette législation et ces règles sont compatibles avec la configuration du lien et protègent de manière adéquate les deux contreparties centrales ?
3. Quelles sont les sources potentielles de risques opérationnel, de crédit et de liquidité découlant du lien ? Des mécanismes efficaces sont-ils en place, notamment des dispositifs conjoints pour la surveillance et la gestion des risques identifiés ?
4. Pour la régulation et la surveillance du lien, existe-t-il un cadre régissant la coopération et la coordination entre les autorités, notamment pour le partage de l'information et la répartition des responsabilités si une action conjointe des régulateurs est nécessaire ?

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*
 - a) Une analyse des risques liés à la configuration du lien a été effectuée. (Question 1)
 - b) La législation et les règles contractuelles sont compatibles avec la configuration du lien et protègent de manière adéquate les deux contreparties centrales. (Question 2)
 - c) Les risques opérationnel, de crédit et de liquidité auxquels la contrepartie centrale est exposée suite à l'établissement du lien ont été identifiés, et les contreparties centrales ont mis en place des dispositifs pour que ces risques soient surveillés et gérés efficacement. (Question 3)
 - d) Il existe un cadre approprié pour la coopération et la coordination entre les autorités de régulation et de surveillance concernées. (Question 4)
2. *Application générale*
 - a) Les conditions 1 a), 1 b) et 1 c) sont remplies. (Questions 1, 2, 3)
 - b) Mais : la condition 1 d) n'est pas entièrement remplie. Le cadre régissant la coopération entre les autorités de régulation et de surveillance n'est pas en place ou ne fonctionne pas bien. (Question 4)
3. *Application partielle*
 - a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
 - b) Mais : la condition 1 c) n'est pas entièrement remplie. Il existe des lacunes dans la surveillance et la gestion des risques identifiés. (Question 3)
4. *Non-application*
 - a) La condition 1 a) ou 1 b) n'est pas remplie. (Questions 1, 2)

Notes explicatives

1. Avec le type de lien le plus direct, les adhérents compensateurs d'une contrepartie centrale qui a établi un lien avec une autre continuent de faire appel à la première pour l'exécution de leurs obligations. Les contreparties centrales sont exposées les unes aux autres et cette exposition doit être gérée. La contrepartie centrale « membre » constitue généralement un dépôt de garantie pour s'acquitter de ses obligations découlant du lien, comme les autres adhérents compensateurs. Si les deux contreparties centrales deviennent membres l'une de l'autre, le lien fonctionne dans les deux sens, ce qui a notamment pour effet de créer une exposition réciproque tant que des positions restent ouvertes.

2. D'autres liens sont conçus pour faciliter le transfert de positions entre contreparties centrales. Dans ce cas, les membres du marché peuvent ouvrir des positions sur un produit traité par une contrepartie centrale (la contrepartie centrale « hors place d'origine »), mais, par la suite, toutes ces positions sont transférées à la contrepartie centrale « de la place d'origine ». La contrepartie centrale hors place d'origine assume le risque de contrepartie de ses membres jusqu'au transfert des positions à l'autre contrepartie centrale, ce qui a généralement lieu à la clôture du marché. Après ce transfert, cette dernière devient la contrepartie centrale des membres de la contrepartie centrale hors place d'origine dont les positions ont été transférées. Par voie de conséquence, c'est elle qui assume le risque de contrepartie vis-à-vis de ces membres.

3. Un autre type de lien est établi lorsque les contreparties centrales gèrent conjointement les opérations entre leurs membres. L'ouverture d'une position au niveau d'une contrepartie centrale entraîne automatiquement et immédiatement la création d'une position égale et opposée au niveau de l'autre contrepartie centrale. Le membre d'une contrepartie centrale qui a établi un lien avec une autre conserve son risque de contrepartie vis-à-vis de sa propre contrepartie centrale. Les contreparties centrales partenaire ayant établi un lien participent réciproquement à leurs systèmes sur un pied d'égalité, d'où la nécessité de s'entendre sur un mode commun de gestion des risques, pour chaque produit.

4. Avec le type de lien le plus intégré, les contreparties centrales fusionnent leurs systèmes en une plateforme de compensation unique. Les membres d'une contrepartie centrale continuent d'entretenir des relations avec cette dernière, mais toute la gestion des risques est assurée par les systèmes entièrement intégrés des deux contreparties centrales. Les conditions relatives à la participation, aux défauts, aux appels de marge, aux ressources financières et au fonctionnement auxquelles les membres de la contrepartie centrale doivent se conformer sont donc harmonisées et peuvent différer de celles que l'une ou l'autre des contreparties centrales, ou les deux, appliquaient avant l'établissement du lien.

Recommandation 12 : Efficience

Tout en garantissant que les opérations sont traitées dans un environnement sûr et sécurisé, les contreparties centrales devraient satisfaire de manière économique aux exigences des participants.

4.12.1 L'évaluation de l'efficience des contreparties centrales devrait soigneusement prendre en compte l'équilibre entre, d'une part, les besoins des participants et les coûts qui leurs sont imposés et, d'autre part, la nécessaire conformité des contreparties centrales aux normes de sûreté et de sécurité appropriées. En effet, le manque d'efficience des contreparties centrales risque de perturber l'activité financière. Cependant, une contrepartie centrale doit en priorité garantir aux membres du marché qu'elle s'acquittera de ses obligations dans les délais, même en cas de défaillance d'un participant.

4.12.2 L'efficience comportant plusieurs aspects, il est difficile d'évaluer de manière probante celle de telle ou telle contrepartie centrale. Toute évaluation devrait donc, dans une large mesure, chercher à déterminer si la contrepartie centrale dispose des mécanismes nécessaires au réexamen périodique de ses niveaux de services, de ses coûts, de sa tarification et de sa fiabilité opérationnelle. Lorsqu'il existe des conditions de concurrence effective et que les participants peuvent véritablement choisir leur contrepartie centrale, l'efficience peut être garantie. Cependant, en raison d'obstacles économiques (et parfois de nature réglementaire) à l'accès au marché, nombre de contreparties centrales ne sont pas soumises à une concurrence efficace. Même s'il peut incomber aux autorités autres que les régulateurs et les banques centrales d'encourager la concurrence, ces derniers ont pour objectif commun de promouvoir l'efficience des systèmes de paiement et de règlement. Ils ont donc inclus cette recommandation pour les contreparties centrales, conformément à cet objectif et aux RSRT.

4.12.3 Les contreparties centrales devraient chercher à satisfaire de manière économique aux exigences des participants. Elles doivent en particulier répondre aux besoins de leurs membres, fonctionner de manière fiable et disposer d'un système offrant une capacité adéquate pour traiter non seulement le niveau d'activité actuel et potentiel. Lors de l'examen des coûts globaux des contreparties centrales, il importe de prendre en compte à la fois les coûts directs du fonctionnement des installations, notamment pour les participants, et les coûts indirects, en termes de gestion de la liquidité.

4.12.4 C'est en premier lieu aux concepteurs, propriétaires et opérateurs qu'il revient d'encourager l'efficience et de maîtriser les coûts d'une contrepartie centrale. Dans certaines juridictions, les régulateurs ou les autorités de la concurrence peuvent être chargés d'examiner les coûts directs répercutés sur les participants, surtout lorsqu'une contrepartie centrale bénéficie d'une forme de monopole sur le service qu'elle fournit. La législation antitrust et le droit de la concurrence peuvent également avoir une influence sur ces questions. Si la contrepartie centrale est exposée à une concurrence effective, le jeu du marché est susceptible d'inciter à maîtriser les coûts.

4.12.5 Les contreparties centrales peuvent recourir à divers mécanismes pour améliorer l'efficience, notamment : développer des moyens techniques de nature à répondre aux exigences opérationnelles des participants ; le cas échéant, réduire, par la mise en place de normes et d'interfaces de communication cohérentes entre les systèmes, la nécessité pour les membres du marché de disposer de plusieurs interfaces ; ou instaurer des procédures et des normes de communication qui permettent, partout où cela est nécessaire, un traitement automatisé de bout en bout.

Aspects clés

1. Une contrepartie centrale devrait disposer des mécanismes nécessaires au réexamen périodique de ses coûts et de ses tarifs.

2. Une contrepartie centrale devrait disposer des mécanismes nécessaires au réexamen périodique de ses niveaux de services et de sa fiabilité opérationnelle.

Questions clés

1. La contrepartie centrale a-t-elle mis en place des procédures lui permettant de maîtriser ses coûts (par exemple, en comparant ses coûts et charges à ceux des contreparties centrales qui fournissent des prestations analogues et en analysant les raisons des éventuels écarts importants) ? La contrepartie centrale a-t-elle mis en place des procédures lui permettant de réexaminer périodiquement ses niveaux de tarifs par rapport à ses coûts de fonctionnement ?

2. La contrepartie centrale réexamine-t-elle périodiquement ses niveaux de services (par exemple, via des enquêtes auprès de ses membres) ? A-t-elle instauré des procédures pour réexaminer périodiquement sa fiabilité opérationnelle, notamment ses niveaux de capacité par rapport à la demande prévisionnelle ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

- a) La contrepartie centrale a mis en place diverses procédures de réexamen de ses tarifs et coûts, et procède périodiquement à ce réexamen. (Question 1)
- b) La contrepartie centrale réexamine périodiquement sa fiabilité opérationnelle et ses niveaux de services. (Question 2)

2. Application générale

- a) La condition 1 a) ou 1 b) n'est pas entièrement remplie. La contrepartie centrale ne réexamine pas périodiquement ses prix et ses coûts, ni sa fiabilité opérationnelle et ses niveaux de services. (Questions 1, 2)

3. Application partielle

- a) La condition 1 a) ou 1 b) n'est pas remplie. (Questions 1, 2)

4. Non-application

- a) La contrepartie centrale n'a pas mis en place des procédures pour réexaminer ses capacités, ses prix et ses coûts, ni pour réexaminer ses niveaux de services. (Questions 1, 2)

Notes explicatives

1. L'évaluation de l'efficacité des contreparties centrales devrait soigneusement prendre en compte l'équilibre entre, d'une part, les besoins et les charges des participants et, d'autre part, la nécessité pour la contrepartie centrale de se conformer aux normes de sûreté et de sécurité appropriées.

2. L'efficacité des contreparties centrales est très difficile à évaluer. Les entités effectuant l'évaluation devraient bien connaître l'environnement dans lequel une contrepartie centrale exerce ses activités. Lorsqu'une contrepartie centrale est exposée à une concurrence effective, le jeu du marché est susceptible d'influer, dans une certaine mesure, sur la structure des coûts. Si des obstacles à l'entrée sur le marché empêchent une concurrence effective au niveau des services fournis par une contrepartie centrale, les entités effectuant l'évaluation peuvent demander aux membres du marché, ainsi qu'aux autorités de régulation ou aux autorités chargées de la concurrence, s'ils considèrent que la contrepartie centrale est efficace et répond aux besoins de ses membres.

Recommandation 13 : Gouvernance

La structure de gouvernance d'une contrepartie centrale devrait être claire et transparente, afin de satisfaire à l'intérêt général et de promouvoir les objectifs de ses propriétaires et de ses participants.

Elle devrait en particulier favoriser l'efficacité des procédures de gestion des risques de la contrepartie centrale.

4.13.1 La gouvernance a trait aux relations entre les propriétaires, la direction et les autres parties intéressées, y compris les participants et les autorités représentant l'intérêt général. Les principaux éléments qui la caractérisent sont le régime de propriété, la composition et les attributions du conseil d'administration, l'organisation et le rôle de l'audit, les comités de nomination et autres comités clés du conseil, les liens hiérarchiques entre la direction et le conseil, ainsi que les dispositifs par lesquels la direction doit rendre compte de ses activités.

4.13.2 Avec les DCT, les contreparties centrales sont au cœur du processus de règlement. De plus, étant donné que leurs activités peuvent donner lieu à d'importantes économies d'échelle, nombre d'entre elles sont l'unique prestataire des marchés pour lesquelles elles offrent leurs services. La prestation de ces services constitue donc un déterminant clé de la sécurité et de l'efficacité de ces marchés, qui relève de l'intérêt général. La présente recommandation a pour objectif de cadrer avec les principes de gouvernance en vigueur dans chaque juridiction et de souligner que les principes de gouvernance d'une contrepartie centrale doivent permettre une bonne gestion des risques.

4.13.3 Étant donné la diversité des marchés de titres et des cadres de régulation, un ensemble unique de structure de gouvernance ne saurait convenir à toutes les institutions. Cependant, une institution bien administrée devrait satisfaire à certains critères. La structure de gouvernance devrait être clairement définie et rendue publique. Les propriétaires, les participants (y compris les candidats au statut de participant) et les autorités publiques devraient être informés des objectifs, de l'identité des responsables chargés en premier lieu de les mettre en œuvre, ainsi que du degré de réalisation de ces objectifs. Pour toutes les contreparties centrales, ces objectifs devraient inclure une bonne gestion des risques et la satisfaction de l'intérêt général. La composition du conseil et les objectifs que celui-ci assigne à la direction constituent des éléments clés des mécanismes de gouvernance. Le conseil devrait disposer d'une expertise appropriée et prendre en compte tous les intérêts concernés. Un des moyens pour le conseil de tenir compte des objectifs des participants est de veiller à ce que ceux-ci soient représentés en son sein ou dans des comités *ad hoc*. La direction et le conseil devraient disposer des compétences et des incitations nécessaires pour réaliser les objectifs de la contrepartie centrale et satisfaire à l'intérêt général, et ils devraient rendre compte aux propriétaires et aux participants. Leurs liens hiérarchiques devraient être clairs et directs. Le conseil devrait être chargé de sélectionner, d'évaluer et, si nécessaire, de révoquer les membres de la direction.

4.13.4 La structure de gouvernance revêt une importance particulière car les propriétaires, la direction et les membres d'une contrepartie centrale, les marchés et la plateforme de négociation auxquelles cette contrepartie fournit des services, ainsi que le grand public, n'ont pas les mêmes intérêts liés à la gestion des risques. Il arrive même que ces intérêts s'opposent. Afin que ces conflits d'intérêts n'empêchent pas la contrepartie centrale de gérer de façon efficace ses risques, il est essentiel que les responsables de cette gestion disposent d'une indépendance suffisante pour exercer efficacement leur rôle. Les équipes responsables de la gestion des risques devraient être nettement séparées de celles en charge des autres activités de la contrepartie centrale. Dans bien des cas, cette exigence peut nécessiter l'instauration d'un comité indépendant chargé des risques. Le mandat et les procédures opérationnelles de ce comité ou d'autres structures créées pour gérer les risques devraient être clairement définis et rendus publics.

4.13.5 Une contrepartie centrale a accès à des informations sensibles sur les positions de ses membres, informations qu'elle pourrait utiliser dans le cadre de ses autres activités. Elle devrait prendre des dispositions pour empêcher une utilisation abusive de ces informations (par exemple, en mettant en place des cloisonnements entre les différentes fonctions).

4.13.6 Ces critères de base relatifs à la gouvernance devraient être respectés quelle que soit la structure de la contrepartie centrale (coopérative ou entité à but lucratif).

Aspects clés

1. La structure de gouvernance devrait être clairement définie et rendue publique.
2. Les liens hiérarchiques concernant la gestion des risques devraient être nettement séparés de ceux relatifs aux autres opérations de la contrepartie centrale.
3. La direction et le conseil devraient disposer des compétences et des incitations nécessaires pour réaliser les objectifs de la contrepartie centrale, notamment gérer les risques de manière

adéquate et satisfaisante à l'intérêt général. Ils devraient être tous deux pleinement responsables des activités de la contrepartie centrale. Le conseil devrait être doté d'une expertise appropriée et prendre en compte tous les intérêts concernés.

4. Les propriétaires, les participants (y compris les candidats à la participation) et les autorités publiques devraient être informés des objectifs, de l'identité des responsables chargés en premier lieu de leur mise en œuvre, ainsi que du degré de réalisation de ces objectifs.

Questions clés

1. Quelle est la structure de gouvernance de la contrepartie centrale ? Quelles sont les informations rendues publiques sur la contrepartie centrale, son régime de propriété, son conseil d'administration et ses mécanismes de gestion ?

2. Existe-t-il une séparation nette entre les liens hiérarchiques concernant la gestion des risques et ceux relatifs aux autres opérations de la contrepartie centrale ? Comment cette séparation est-elle assurée ? Existe-t-il un comité indépendant chargé de gérer les risques ?

3. Quelles mesures sont prises afin de permettre à la direction et au conseil de disposer des compétences et des incitations adéquates pour réaliser les objectifs de la contrepartie centrale, à savoir fournir des services sûrs, efficaces et satisfaisants à l'intérêt général ? De quels mécanismes le conseil dispose-t-il pour veiller à ce que ces objectifs incluent la gestion rationnelle des risques et la satisfaction de l'intérêt général ? Comment la direction et le conseil doivent-ils rendre compte de leurs activités ? Comment la composition du conseil est-elle déterminée ? Existe-t-il des mécanismes permettant de s'assurer que le conseil dispose d'une expertise appropriée et prend en compte tous les intérêts concernés ? Les liens hiérarchiques entre la direction et le conseil sont-ils clairs et directs ? Le conseil est-il chargé de sélectionner, d'évaluer et, si nécessaire, de révoquer les membres du conseil ?

4. Les propriétaires, les participants et les autorités publiques ont-ils connaissance des objectifs de la contrepartie centrale, de l'identité des responsables chargés en premier lieu de leur mise en œuvre, ainsi que du degré de réalisation de ces objectifs ? Si oui, quels sont ces objectifs/ces responsables ?

Echelle d'évaluation

1. Application intégrale

- a) La structure de gouvernance est clairement définie et les informations la concernant sont rendues publiques. (Question 1)
- b) Les liens hiérarchiques concernant la gestion des risques et ceux relatifs aux autres opérations de la contrepartie centrale sont séparés. (Question 2)
- c) La direction et le conseil disposent des compétences et des incitations leur permettant de réaliser les objectifs, et ils sont pleinement responsables des activités de la contrepartie centrale. Parmi ces objectifs figurent la gestion rationnelle des risques et la satisfaction de l'intérêt général. (Question 3)
- d) Les propriétaires, les participants et les autorités publiques sont informés des objectifs, de l'identité des responsables chargés de leur mise en œuvre, ainsi que du degré de réalisation de ces objectifs. (Question 4)

2. Application générale

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) Mais : la condition 1 c) ou 1 d) n'est pas remplie. (Questions 3, 4)

3. Application partielle

- a) Les conditions 1 a) et 1 b) sont remplies. (Questions 1, 2)
- b) Mais : les conditions 1 c) et 1 d) ne le sont pas. (Questions 3, 4)

4. *Non-application*

a) La condition 1 a) ou 1 b) n'est pas remplie. (Questions 1, 2)

Notes explicatives

1. Si la contrepartie centrale est entièrement détenue par une autre entité, il faudrait également examiner la structure de gouvernance de cette dernière afin de vérifier qu'elle n'empêche pas la contrepartie centrale de se conformer à la présente recommandation.

2. La structure de gouvernance est susceptible d'être efficace lorsque les instances décisionnaires disposent des compétences et des informations nécessaires pour prendre des décisions allant dans le sens des objectifs des propriétaires et des participants, ainsi que de l'intérêt général. Il est toutefois difficile d'observer directement ces aspects. Les catégories d'évaluation reposent sur des éléments de la gouvernance qui sont moins directs, mais plus facilement mesurables, tels que la transparence des processus décisionnels. Cependant, lorsque la structure de gouvernance est à l'évidence inefficace, l'entité chargée de l'évaluation pourrait en tenir compte en reprenant les éléments de preuve dans ses explications.

Recommandation 14 : Transparence

Une contrepartie centrale devrait donner aux membres du marché des informations suffisantes pour leur permettre de discerner et d'évaluer avec précision les risques et coûts associés à l'utilisation de ses services.

4.14.1 Lorsqu'ils sont informés, les membres du marché sont à même de discerner et d'évaluer les risques et coûts liés à leur participation à une contrepartie centrale. Ils peuvent prendre des dispositions en conséquence pour gérer ces risques et coûts. La contrepartie centrale devrait les informer sur ses règles et sur son dispositif de régulation, sur les lois régissant le système, sur les procédures de gouvernance, sur les risques, sur les mesures prises pour les atténuer, sur les droits et obligations des participants et sur les coûts d'utilisation de ses services. Elle devrait indiquer clairement à partir de quel moment et dans quelles circonstances elle se trouve exposée vis-à-vis de ses contreparties, et si ses obligations sont restreintes ou limitées. Une contrepartie centrale devrait également donner des informations quantitatives appropriées sur ses activités de préréglément, de compensation et de règlement, ainsi que sur sa gestion des risques. Les informations particulièrement utiles pour l'évaluation des risques et coûts de participation à une contrepartie centrale concernent notamment la couverture assurée par les appels de marge, les conditions de marché « extrêmes mais plausibles » et les autres données des simulations de crise²⁵. Par ses efforts visant à améliorer la transparence, une contrepartie centrale rend les membres du marché plus confiants dans la sécurité et l'efficacité de sa structure. Ces informations devraient être publiques et suffisamment claires pour permettre aux participants de comprendre les dispositions prises par la contrepartie centrale et par les autres entités concernées en cas de défaut.

4.14.2 Les informations devraient être facilement accessibles, notamment via Internet. Elles devraient être à jour, exactes et disponibles dans une langue couramment utilisée sur les marchés financiers et au moins dans la langue ou une des langues de la juridiction dans laquelle la contrepartie centrale est implantée.

4.14.3 Les réponses aux questions clés soulevées ici serviront de base non seulement à l'évaluation de la mise en œuvre des recommandations, mais également à l'information du public, afin que les membres du marché disposent des renseignements dont ils ont besoin. Une contrepartie centrale devrait vérifier périodiquement l'exactitude et l'exhaustivité des informations rendues publiques.

²⁵ Dans ce dernier cas, il faut prendre garde à ne pas divulguer d'informations sur les positions des différents participants.

Aspects clés

1. Une contrepartie centrale devrait donner aux membres du marché des informations suffisantes pour leur permettre d'évaluer les risques et coûts associés à l'utilisation de ses services.
2. Ces informations devraient être accessibles, notamment via Internet. Elles devraient être disponibles dans une langue couramment utilisée sur les marchés financiers et au moins dans la langue ou une des langues de la juridiction dans laquelle la contrepartie centrale est implantée.
3. Des réponses devraient être apportées aux questions clés soulevées dans ce rapport et ces réponses devraient être publiées. Une contrepartie centrale devrait vérifier périodiquement l'exactitude et l'exhaustivité des informations rendues publiques.

Questions clés

1. La contrepartie centrale informe-t-elle les membres du marché sur ses règles et sur son dispositif de régulation, sur les lois régissant le système, sur les procédures de gouvernance, sur les risques, sur les mesures prises pour les atténuer, sur les droits et obligations des participants et sur les coûts d'utilisation de ses services ? Indique-t-elle clairement à partir de quel moment et dans quelles circonstances elle se trouve exposée vis-à-vis de ses contreparties, et si ses obligations sont restreintes ou limitées ? Donne-t-elle également des informations quantitatives appropriées sur ses activités de préréglément, de compensation et de règlement ? Leur fournit-elle des informations suffisantes sur les procédures de défaut et les simulations de crise ?
2. Comment l'information est-elle disponible ? Dans quelle(s) langue(s) ? Sous quelle forme ?
3. La contrepartie centrale a-t-elle répondu aux questions clés figurant dans ce rapport et diffusé ces réponses ? Existe-t-il des vérifications périodiques permettant de s'assurer que les informations contenues dans les documents rendus publics sont à jour, exhaustives et exactes ?

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*
 - a) La contrepartie centrale donne aux membres du marché des informations suffisantes et nécessaires pour leur permettre d'évaluer les risques et coûts associés à l'utilisation de ses services. (Question 1)
 - b) Ces informations sont facilement accessibles, notamment via Internet. Elles sont disponibles dans une langue couramment utilisée sur les marchés financiers, ainsi que dans au moins la langue ou une des langues de la juridiction dans laquelle la contrepartie centrale est implantée. (Question 2)
 - c) Des réponses sont apportées aux questions clés figurant dans ce rapport et ces réponses sont rendues publiques. La contrepartie centrale vérifie périodiquement l'exactitude et l'exhaustivité des informations rendues publiques. (Question 3)
2. *Application générale*
 - a) Les conditions 1 a) et 1 c) sont remplies. (Questions 1, 3)
 - b) Mais : la condition 1 b) n'est pas entièrement remplie. Les informations sont disponibles dans au moins une des langues de la juridiction concernée, mais il est difficile d'y accéder. (Question 2)
3. *Application partielle*
 - a) La condition 1 a) est remplie. (Question 1)
 - b) Mais : la condition 1 b) ou 1 c) n'est pas remplie. (Question 3)
4. *Non-application*
 - a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)

Recommandation 15 : Régulation et surveillance

Une contrepartie centrale devrait faire l'objet d'une régulation et d'une surveillance transparentes et efficaces. Les banques centrales et les régulateurs de valeurs mobilières devraient coopérer entre eux et avec les autres autorités compétentes, aux niveaux national et international.

4.15.1 Les régulateurs de valeurs mobilières (y compris, dans ce contexte, les organismes de contrôle bancaire exerçant des responsabilités et une fonction de régulation analogues vis-à-vis des contreparties centrales) et les banques centrales ont pour objectif commun d'améliorer la sécurité et l'efficacité des contreparties centrales. La répartition des responsabilités de régulation et de surveillance entre les autorités publiques diffère d'un pays à l'autre en fonction du cadre juridique et institutionnel.

4.15.2 Bien que la responsabilité première consistant à s'assurer du respect des recommandations incombe aux concepteurs, propriétaires et opérateurs d'une contrepartie centrale, une régulation et une surveillance sont nécessaires pour que ces trois types d'intervenants mènent à bien leurs missions. Les objectifs, responsabilités, fonctions et principales orientations des régulateurs de valeurs mobilières et des banques centrales devraient être clairement définis et rendus publics, de façon à ce que les concepteurs, propriétaires, opérateurs et membres d'une contrepartie centrale puissent exercer leurs activités dans un environnement prévisible et de manière compatible avec ces orientations.

4.15.3 Les régulateurs de valeurs mobilières et les banques centrales devraient disposer de la capacité et des moyens nécessaires pour bien exercer leurs fonctions de régulation et de surveillance. Ces fonctions devraient reposer sur des bases solides, fondées ou non sur des dispositions légales, en fonction du cadre juridique et institutionnel national. Les autorités devraient avoir les moyens de mener à bien leurs missions, telles que la collecte d'informations sur une contrepartie centrale, l'évaluation de sa conception et de son fonctionnement, la mise en œuvre de mesures destinées à encourager le respect des recommandations et la réalisation de visites ou d'inspections sur site si nécessaire. Pour leur permettre d'exercer leurs activités, régulateurs et banques centrales devraient imposer aux contreparties centrales de leur fournir en temps opportun les informations nécessaires à une régulation et une surveillance, notamment des renseignements sur les opérations dont la réalisation a été externalisée ou sur les nouvelles activités envisagées. Parmi les informations sur les simulations de crise fournies aux autorités devraient figurer les scénarios et la méthodologie servant à estimer l'exposition et les résultats de ces simulations. L'accès à l'information revêt une importance particulière si les autorités doivent prendre des dispositions exceptionnelles en cas de défaut.

4.15.4 Les régulateurs de valeurs mobilières et les banques centrales devraient coopérer entre eux, ainsi qu'avec les autres autorités concernées, afin d'assurer, d'une part, la sécurité et l'efficacité du fonctionnement des contreparties centrales et des liens entre contreparties centrales et, d'autre part, la mise en œuvre de pratiques et de procédures de gestion des risques conformément à ces recommandations. Les questions liées à la réglementation au niveau international, et notamment celles découlant de la création de liens transfrontières entre contreparties centrales, devraient être traitées de façon à permettre une régulation/surveillance compatible avec les responsabilités de chaque autorité et à éviter des coûts superflus pour les contreparties centrales. Les régulateurs/autorités de surveillance peuvent envisager diverses approches, dont : 1) des dispositifs de partage de l'information, 2) la coordination des responsabilités de régulation/surveillance pour certains aspects et 3) d'autres formes de coopération²⁶. La coopération peut inclure la coordination des plans de gestion de crise, ainsi que, dans la mesure du possible et le plus tôt possible, la transmission d'informations confidentielles entre régulateurs et contreparties centrales à propos de participants transfrontières susceptibles d'être en difficulté. L'approche retenue peut dépendre

²⁶ Lorsqu'une contrepartie centrale fournit des services dans plusieurs juridictions, il est essentiel que les régulateurs/autorités de surveillance se consultent et coopèrent afin d'éviter les duplications des exigences (ou des exigences contradictoires), les lacunes dans l'exercice de leurs responsabilités et les coûts superflus. Dans le cadre des exigences de la législation nationale et sous réserve d'un fondement solide pour le partage de l'information, ce processus pourrait inclure une répartition des fonctions de régulation/surveillance satisfaisant aux responsabilités et objectifs de chaque autorité concernée. Voir le *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix* (BRI, novembre 1990) (connu sous le nom de rapport Lamfalussy), pages 53–56 (de la version anglaise du rapport). Voir également *Principles for the Oversight of Screen-based Trading Systems for Derivative Products – Review and Additions* (Comité technique de l'OICV, octobre 2000).

d'éléments tels que la législation et la réglementation en vigueur dans chaque juridiction. L'option 2) pourrait nécessiter un accord de coopération pour la répartition des responsabilités de régulation/surveillance conformément à la recommandation du rapport Lamfalussy de 1990. Les principes régissant ces accords de coopération devraient faire l'objet d'un cadre formel qu'il faudrait rendre public pour des raisons de transparence.

Aspects clés

1. La contrepartie centrale devrait faire l'objet d'une régulation et d'une surveillance transparentes et efficaces. Les régulateurs de valeurs mobilières et les banques centrales devraient disposer de la capacité et des moyens nécessaires pour bien exercer leurs fonctions de régulation et de surveillance.
2. Les régulateurs de valeurs mobilières et les banques centrales devraient clairement définir et rendre publics leurs objectifs, leurs fonctions et les aspects clés de leurs principales orientations à l'intention des contreparties centrales.
3. Les régulateurs de valeurs mobilières et les banques centrales devraient imposer aux contreparties centrales de fournir en temps opportun les informations nécessaires à la régulation et à la surveillance, notamment des renseignements sur les opérations externalisées ou sur les nouvelles activités envisagées.
4. Les régulateurs de valeurs mobilières, les banques centrales et les autres autorités concernées devraient coopérer entre eux, aux niveaux national et international, afin d'assurer la sécurité et l'efficacité du fonctionnement des contreparties centrales et des liens entre contreparties centrales.

Questions clés

1. Comment la contrepartie centrale est-elle régulée/surveillée ? Décrivez la législation qui autorise et régit ses activités, les organismes de réglementation compétents et leurs pouvoirs respectifs. Le régulateur de valeurs mobilières et la banque centrale disposent-ils d'une capacité juridique et de moyens suffisants (personnel expérimenté et financement, notamment) pour bien exercer leurs fonctions de régulation et de surveillance ?
2. Les objectifs, responsabilités et principales orientations du régulateur de valeurs mobilières, de la banque centrale et, le cas échéant, de l'organisme de contrôle bancaire, sont-ils clairement définis et rendus publics ? La réglementation, les fonctions et les orientations sont-ils décrits dans des termes simples afin d'être pleinement compris par les contreparties centrales et par leurs membres ?
3. Quelles informations la contrepartie centrale est-elle tenue d'apporter, notamment sur les activités qu'elle externalise ? À quelle fréquence ces informations sont-elles fournies ? Existe-t-il des besoins d'information spécifiques concernant le défaut de participants et les difficultés financières de la contrepartie centrale ? Cette dernière doit-elle rendre compte des événements importants, tels que la modification des règles, les indisponibilités ou les changements dans les procédures de gestion des risques ?
4. Existe-t-il un cadre régissant la coopération entre les autorités dont relève la contrepartie centrale, notamment aux niveaux national et international ? Si oui, décrivez les principes sous-jacents de ce(s) cadre(s) et l'essentiel de leur contenu, y compris tous les dispositifs de partage de l'information et les procédures de prise de décision.

Echelle d'évaluation

1. *Application intégrale*
 - a) La contrepartie centrale fait l'objet d'une régulation et d'une surveillance efficaces. Le régulateur de valeurs mobilières et la banque centrale disposent de la capacité et des moyens nécessaires pour bien exercer leurs fonctions de régulation et de surveillance. (Question 1)

- b) Les responsabilités, ainsi que les fonctions et les principales orientations du régulateur de valeurs mobilières et de la banque centrale, sont clairement définis et rendus publics. (Question 2)
- c) Le régulateur de valeurs mobilières et la banque centrale imposent à la contrepartie centrale d'apporter en temps opportun les informations nécessaires à la régulation et à la surveillance, notamment sur les activités externalisées. (Question 3)
- d) Le régulateur de valeurs mobilières et la banque centrale coopèrent entre eux et avec les autres autorités concernées. (Question 4)

2. *Application générale*

- a) Les conditions 1 a), 1 b) et 1 c) sont remplies. (Questions 1, 2, 3)
- b) Mais : la condition 1 d) n'est pas entièrement remplie. Le cadre régissant la coopération entre le régulateur de valeurs mobilières et la banque centrale, ainsi qu'avec les autres autorités concernées, n'est pas en place ou ne fonctionne pas bien. (Question 4)

3. *Application partielle*

- a) La condition 1 a) est remplie. (Question 1)
- b) La condition 1 b) ou la condition 1 c) est remplie, mais pas les deux. (Questions 2, 3)

4. *Non-application*

- a) La condition 1 a) n'est pas remplie. (Question 1)
- b) Ou : les conditions 1 b) et 1 c) ne sont pas remplies. (Questions 2, 3)

5. Liste de questions pour les fonds de garantie

5.1 Comme indiqué dans la section 2, le Groupe de travail conclut que les autorités de régulation et de surveillance devraient évaluer la solidité des fonds de garantie, en particulier de ceux qui accompagnent la négociation sur les marchés clés tels que les marchés d'actions nationaux. Même s'il est difficile d'utiliser à cette fin la méthodologie d'évaluation décrite plus haut pour les contreparties centrales, la présente section dresse une liste de questions permettant de contrôler les éléments importants, dont la plupart se dégagent des aspects traités (ou examinés en parallèle) dans la méthodologie d'évaluation destinée aux contreparties centrales.

Informations de base

L'évaluation doit reposer sur une bonne compréhension du dispositif, qui peut largement différer d'un marché à l'autre. Les questions suivantes visent à mettre au jour les principales caractéristiques de tout dispositif.

1. Quelle entité a organisé la mise en place du fonds et l'administre ?
2. Quels sont les marchés concernés ? Toutes les transactions le sont-elles ou une partie seulement ? Dans le second cas, quels sont les instruments pris en compte ? Pour quels membres du marché ?
3. Qu'est-ce qu'un cas de défaut ? Qui détermine qu'un défaut est survenu ?
4. Comment les pertes sont-elles évaluées en cas de défaut ? Qui détermine les réclamations adressées au fonds en conséquence ? Les gains et pertes sont-ils compensés entre titres ou entre participants défaillants ? Comment les réclamations sont-elles validées ?
5. Dans quelles circonstances les actifs du fonds seraient-ils disponibles ? Le sont-ils automatiquement pour couvrir les pertes en cas de défaut ? Ou est-ce à l'organisateur du fonds ou à une autre partie de décider de les utiliser ? Si tel est le cas, sur quelle base cette décision serait-elle prise ?
6. De quels types d'actifs se compose le fonds ? Qui les a apportés ? Quelle est leur valeur de marché globale ?

Risque juridique

7. Par quel cadre juridique le fonds de garantie est-il régi ? Ce cadre apporte-t-il un degré élevé d'assurance que les actifs du fonds peuvent être utilisés pour faire face aux créances résultant du défaut (notamment la faillite) d'un participant ? A-t-on clairement défini à quel moment, et éventuellement dans quelles conditions, la garantie s'applique ?

Conditions de participation

8. Selon quels critères les transactions d'un membre du marché sont-elles couvertes ? Les participants dont les transactions sont couvertes doivent-ils impérativement satisfaire à des exigences relatives à leurs ressources financières ou à leur solvabilité ? Quelles sont ces exigences ? Comment sont-elles déterminées ? Par qui ? [Note : Si tous les membres d'un marché d'actions ou d'un DCT sont autorisés à participer, ce sont les conditions de participation de ce marché ou du DCT qui s'appliquent.]
9. Les conditions de participation limitent-elles l'accès pour des raisons autres que les risques ? Sont-elles objectives et permettent-elles un accès équitable et non discriminatoire ? Les conditions de participation, notamment les dispositions permettant d'exclure des membres de manière ordonnée, sont-elles clairement définies et rendues publiques ?

Mesure de l'exposition au risque de crédit

10. À quelle fréquence les réclamations potentielles adressées au fonds sont-elles quantifiées ? Comment et par qui ? Dans quels délais l'information sur les prix de marché et les positions des participants utilisée pour ces calculs est-elle disponible ?

Taille du fonds et couverture des réclamations potentielles

11. Existe-t-il des dispositions explicites concernant la taille souhaitée pour le fonds ? Quelles sont-elles ? Qui les a définies ?

12. Les créances potentielles sur le fonds en cas de défaut de participants dans des conditions de marché extrêmes ont-elles été estimées ? Quels types de scénarios de crise ont été évalués ? Ces scénarios prennent-ils en compte les périodes les plus volatiles observées sur les marchés couverts par la garantie ? Quelles sont les hypothèses retenues pour le nombre et la taille des participants défaillants ? Quel pourcentage de l'ensemble des réclamations examinées dans ces scénarios de crise pourrait être couvert par la valeur des actifs du fonds ?

13. Existe-t-il des mécanismes destinés à accroître l'importance du fonds si celui-ci diminue après avoir été utilisé ou si les estimations des créances potentielles ont été revues à la hausse ?

Procédures de défaut

14. Le champ d'application de la garantie (marchés et participants concernés) est-il clairement défini ? La définition de ce qui constitue un défaut est-elle claire ? Les procédures servant à déterminer et à revendiquer le recouvrement des créances sont-elles claires ?

15. Est-il clairement indiqué que les fonds seront automatiquement disponibles pour couvrir les pertes ? Si ce n'est pas le cas, est-il clairement indiqué qui devra décider de les mettre en œuvre ou non, et sur quelle base ?

16. La manière dont les créances seront traitées si leur valeur totale dépasse la valeur des actifs du fonds est-elle clairement indiquée ? Est-il clairement précisé si le fonds sera reconstitué après avoir servi ? Si oui, qui sera chargé de la reconstitution ?

Risques de conservation et de placement

17. Si les actifs du fonds sont des titres, qui en est le conservateur ? Les pratiques comptables, procédures de conservation et contrôles internes de ce dernier sont-ils conformes à la Recommandation 12 des RSRT ?

18. Si les actifs du fonds sont des espèces, comment-ils sont-ils placés ? Ces placements sont-ils sécurisés ? Les emprunteurs sont-ils largement solvables ? Les placements présentent-ils des risques minimes de marché et de liquidité ?

Risque opérationnel

En général, un fonds de garantie n'a pas à être activé quotidiennement.

Règlements espèces

Un fonds de garantie ne procède pas à des règlements espèces au jour le jour.

Livraison

Un fonds de garantie n'effectue pas et ne reçoit pas de livraisons.

Risques relatifs aux liens entre fonds de garantie

Il ne semble pas exister de liens entre fonds de garantie.

Efficiences

Sans objet.

Gouvernance

Étant donné qu'un fonds de garantie ne participe généralement pas à la gestion des risques, il n'y a pas lieu de se demander si les mécanismes de gouvernance assurent l'efficacité des procédures de gestion des risques.

Transparence

19. Le fonds de garantie informe-t-il les participants sur la valeur courante de marché du fonds et estime-t-il le niveau de couverture des pertes potentielles résultant de défauts (voir la question 12 concernant la taille du fonds) ?²⁷

Régulation et surveillance

20. Comment le fonds de garantie est-il régulé/surveillé ?

21. Quelles informations l'opérateur du fonds de garantie fournit-il aux autorités de régulation/surveillance ? À quelle fréquence ?

²⁷ D'autres aspects relatifs à la transparence sont traités dans les questions 7, 9 et 14 ci-dessus .

Annexe 1
Modèle
destiné à l'évaluation de l'application des
recommandations pour les contreparties centrales

(Modèle pour l'établissement d'un rapport d'autoévaluation par les contreparties centrales ou d'un rapport d'évaluation par les autorités nationales. Le modèle de l'annexe 2 peut être utilisé aux fins de publication.)

I. Introduction

Entité effectuant l'évaluation et objectif

1. Indiquer l'entité effectuant l'évaluation, ainsi que l'objectif et le contexte du processus d'évaluation.

Champ d'application de l'évaluation

2. Identifier la contrepartie centrale faisant l'objet de l'évaluation.

3. Recenser toutes les contreparties centrales, toutes les entités apportant des garanties ou en charge de dispositifs de compensation multilatérale qui, dans la juridiction, n'entrent pas dans le cadre de l'évaluation. Préciser le motif de cette exclusion. Indiquer si la liste de contrôle pour les fonds de garantie est également complétée.

Domaine d'intervention de la contrepartie centrale

4. Délimiter le domaine d'intervention de la contrepartie centrale, à savoir : marchés (marchés organisés et/ou opérations de gré à gré) et produits (titres, dérivés et/ou autres).

Structure institutionnelle et structure du marché

5. Donner une description générale des marchés des valeurs mobilières/dérivés et des étapes du processus d'exécution de la négociation, de la compensation et du règlement des produits traités par la contrepartie centrale. Fournir suffisamment de données sur les transactions pour permettre de mesurer l'étendue des activités de la contrepartie centrale.

Cadre réglementaire

6. Décrire le cadre réglementaire régissant la contrepartie centrale dans la juridiction concernée.

Données utilisées pour l'évaluation et méthodologie

7. Recenser les principales sources d'information utilisées pour l'évaluation : documents écrits (autres autoévaluations, évaluations de tiers, enquêtes, questionnaires, rapports, études et autres documents publics ou non, et notamment les lois et règlements applicables, ainsi que les recommandations/directives émanant des autorités de réglementation ou des organismes professionnels), entretiens avec les diverses instances de réglementation ou de contrôle (banque centrale, régulateurs de valeurs mobilières, superviseurs bancaires ou autres autorités nationales) et avec les groupes/organismes professionnels compétents (dépositaires centraux de titres, bourses, conservateurs, courtiers en titres ou associations d'utilisateurs finals).

8. Analyser le processus d'évaluation. Mentionner toute difficulté pratique liée à l'application de la méthodologie d'évaluation (manque d'information ou de coopération) et tout facteur freinant le déroulement du processus ou limitant sa portée.

II. Évaluation de l'application des recommandations

Synthèse de l'évaluation au regard de chaque recommandation

9. Présenter une synthèse du rapport d'évaluation (tableaux 2 et 3 ci-après), où seront résumées :

- les principales conclusions de l'évaluation sur les aspects majeurs des recommandations ;
- les actions proposées ou engagées dans la juridiction pour parvenir à l'application intégrale des recommandations, en précisant les améliorations escomptées ;
- les mesures préconisées par l'entité chargée de l'évaluation pour parvenir à l'application intégrale des recommandations, en précisant les améliorations escomptées.

10. Conclure la synthèse par le tableau récapitulatif ci-après, en notant par catégorie le niveau d'application des recommandations.

Tableau 1

Application des recommandations : notation par catégorie

Catégorie	Recommandations
Application intégrale	Recommandations 1, 3, 6, 8 (par exemple)
Application générale	
Application partielle	
Non-application	
Sans objet	

Évaluation par recommandation

11. Présenter un tableau avec une évaluation précise en trois parties de l'application de chacune des recommandations.

- **Réponses aux questions clés** : répondre aux questions clés énoncées dans la section 4 du rapport. Mentionner toute autre information factuelle pertinente prise en compte pour le choix de la notation. Les réponses devront refléter les pratiques effectives des contreparties centrales et de leurs participants, ainsi que celles des autorités nationales compétentes dans leur mission de surveillance, réglementation ou supervision des contreparties centrales et de leurs membres. Elles devront, en outre, être explicitées. En conséquence, de simples « oui » ou « non » en réponses aux questions clés ne sauraient en aucun cas, ou très exceptionnellement, suffire. Les informations ou autres éléments servant à étayer les réponses devront être suffisamment explicites pour permettre leur compréhension par une partie extérieure à l'évaluation.
- **Évaluation** : affecter à chaque recommandation l'une des cinq catégories suivantes de l'échelle d'évaluation : application intégrale, application générale, application partielle, non-application, sans objet. Toutes les explications justifiant cette notation doivent apparaître ici. La section 4 du rapport sert de guide : une correspondance y est établie entre les catégories et les réponses aux questions clés. Y figurent également des notes explicatives qui clarifient certaines questions susceptibles de se poser durant l'évaluation. La notation devrait refléter la situation du moment dans la juridiction, sans tenir compte des actions proposées ou engagées.
- **Commentaires** : décrire les actions proposées par les contreparties centrales, par les participants ou par les autorités nationales, ou déjà engagées dans la juridiction pour améliorer l'application des recommandations, en précisant le calendrier de mise en œuvre.

Expliquer comment l'action proposée permettrait d'améliorer le niveau d'application de la recommandation et indiquer si elle permet ou non d'attribuer une notation plus élevée.

Tableau 2

Évaluation par recommandation

Recommandation 1 : Risque juridique

Une contrepartie centrale devrait être dotée d'un cadre juridique solide, transparent et valide, pour chaque aspect de ses activités, dans l'ensemble des juridictions concernées.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 2 : Conditions de participation

Une contrepartie centrale devrait exiger que ses membres disposent de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation. Les conditions de participation à une contrepartie centrale devraient être objectives, publiques et permettre un accès équitable et non discriminatoire. Une contrepartie centrale devrait disposer de procédures permettant de contrôler que les conditions de participation sont remplies en permanence.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 3 : Mesure et gestion de l'exposition au risque de crédit

Une contrepartie centrale devrait mesurer, au moins une fois par jour, son exposition au risque de crédit sur ses participants. Au moyen d'appels de marge, d'autres mécanismes de contrôle des risques, ou d'une combinaison des deux, elle devrait limiter son exposition aux pertes potentielles résultant du défaut de ses participants dans des conditions normales de marché, afin d'éviter que ses activités de contrepartie centrale ne soient perturbées et que les participants non défaillants ne soient exposés à des pertes qu'ils ne pourraient ni anticiper ni maîtriser.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 4 : Appels de marge

Si une contrepartie centrale recourt à des appels de marge pour limiter son exposition au risque de crédit sur ses participants, ces appels de marge devraient être suffisants pour couvrir son exposition potentielle dans des conditions normales de marché. Les modèles et paramètres utilisés pour établir des appels de marge devraient prendre en compte le degré de risque et faire l'objet d'un réexamen périodique.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 5 : Ressources financières

Une contrepartie centrale devrait disposer de ressources financières suffisantes pour surmonter au minimum le défaut du participant présentant l'exposition la plus importante dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 6 : Procédures de défaut

Une contrepartie centrale devrait clairement définir ses procédures de défaut et en publier les aspects essentiels ; ces procédures devraient lui permettre d'agir dans les meilleurs délais pour contenir les pertes et les contraintes de liquidité et continuer à s'acquitter de ses obligations.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 7 : Risques de conservation et de placement

Une contrepartie centrale devrait détenir les actifs de façon à réduire au minimum le risque de pertes ou de délai de mobilisation. Les actifs confiés à une contrepartie centrale devraient être placés en instruments présentant des risques minimes de crédit, de marché et de liquidité.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 8 : Risque opérationnel

Une contrepartie centrale devrait répertorier les sources de risque opérationnel et les réduire au minimum en mettant en place des systèmes, contrôles et procédures appropriés. Les systèmes devraient être fiables et sécurisés et disposer de capacités adéquates et évolutives. Les dispositifs de continuité d'exploitation devraient permettre à la contrepartie centrale d'effectuer une reprise rapide de ses opérations et de s'acquitter de ses obligations.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 9 : Règlements espèces

Une contrepartie centrale devrait recourir à des dispositifs de règlements espèces qui éliminent ou limitent rigoureusement ses risques de banque de règlement, à savoir ses risques de crédit et de liquidité résultant du recours à des banques pour effectuer les règlements avec ses participants. Les transferts de fonds en faveur de la contrepartie centrale devraient être définitifs dès leur réalisation.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 10 : Livraison

Une contrepartie centrale devrait clairement définir ses obligations de livraison. Les risques résultant de ces obligations devraient être identifiés et gérés.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 11 : Risques relatifs aux liens entre contreparties centrales

Une contrepartie centrale qui établit des liens, soit transfrontières, soit domestiques, pour la compensation d'opérations devrait évaluer les sources potentielles de risques qui peuvent en découler et s'assurer que ces risques sont en permanence gérés avec prudence. Un cadre de coopération et de coordination entre les autorités de régulation et de surveillance concernées devrait être établi.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 12 : Efficience

Tout en garantissant que les opérations sont traitées dans un environnement sûr et sécurisé, les contreparties centrales devraient satisfaire de manière économique aux exigences des participants.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 13 : Gouvernance

La structure de gouvernance d'une contrepartie centrale devrait être claire et transparente, afin de satisfaire à l'intérêt général et de promouvoir les objectifs de ses propriétaires et de ses participants. Elle devrait en particulier favoriser l'efficacité des procédures de gestion des risques de la contrepartie centrale.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 14 : Transparence

Une contrepartie centrale devrait donner aux membres du marché des informations suffisantes pour leur permettre de discerner et d'évaluer avec précision les risques et coûts associés à l'utilisation de ses services.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Recommandation 15 : Régulation et surveillance

Une contrepartie centrale devrait faire l'objet d'une régulation et d'une surveillance transparentes et efficaces. Les banques centrales et les régulateurs de valeurs mobilières devraient coopérer entre eux et avec les autres autorités compétentes, aux niveaux national et international.

Réponses aux questions clés	
Évaluation	
Commentaires	

Actions en vue d'une application intégrale des recommandations

12. Indiquer dans le tableau 3 les actions préconisées par l'entité effectuant l'évaluation pour parvenir à une application intégrale des recommandations. Si un système a mis en œuvre des projets d'améliorations et si leur réalisation suffit à garantir la conformité, il convient d'en prendre note (même si cela n'influera pas sur la catégorie d'évaluation correspondant à la situation courante). Indiquer tout obstacle spécifique à l'application des recommandations. Expliquer comment l'action préconisée rehaussera le niveau d'application des recommandations. Préciser l'instance nationale compétente pour chaque action. Ne mentionner que les recommandations pour lesquelles des mesures spécifiques sont préconisées.

Tableau 3

Actions en vue d'une application intégrale des recommandations

Recommandation	Actions à mettre en œuvre
Recommandation 1 (<i>par exemple</i>)	

Annexe 2

Modèle

de communication d'information sur la base des questions clés

1. Les contreparties centrales devraient donner aux membres du marché des informations suffisantes pour leur permettre d'identifier et d'évaluer les risques et coûts liés à l'utilisation de leurs services (Recommandation 14). Les réponses aux questions essentielles (section 4) serviront de base non seulement à l'évaluation de l'application des recommandations, mais aussi à assurer une communication complète et exacte à destination des participants de marché. Le CSPR et le Comité technique de l'OICV encouragent les contreparties centrales à répondre aux questions clés et à mettre leurs réponses à disposition des membres du marché, des régulateurs et autres parties intéressées.

2. Outre les contreparties centrales, les autorités nationales qui procèdent à une évaluation et remplissent une déclaration selon le modèle présenté à l'annexe 1 peuvent, elles aussi, choisir de rendre publiques leurs réponses aux questions clés, si elles estiment que les réponses des contreparties centrales ne sont pas absolument exactes, correctes ou complètes.

3. Les informations devront être complètes, exactes et régulièrement mises à jour. Les membres du marché devront pouvoir y accéder facilement. Les institutions concernées ont instamment invité à afficher leurs réponses sur leur site Internet, de sorte que les informations soient accessibles et puissent être actualisées facilement et rapidement.

4. Une brève présentation de la contrepartie centrale devrait, pour aider le lecteur, précéder les réponses aux questions essentielles. Il n'est pas nécessaire d'expliquer en détail chacune des fonctions de la contrepartie centrale ; il suffit de fournir une description concise des principaux aspects. Les éléments ci-après sont à inclure dans une telle introduction, pour replacer les questions essentielles dans leur contexte et les clarifier :

- domaine de compétence : marchés et produits ;
- propriété ;
- structure institutionnelle et structure du marché ;
- transactions : données de base ;
- participants ;
- activités autres que la fonction de contrepartie centrale, le cas échéant.

5. Un modèle de publication fondé sur les questions clés est fourni ci-après. Les réponses sont à préparer conformément aux instructions suivantes.

- a) Préciser la date de finalisation des réponses et veiller à ce que les informations fournies soient alors à jour.
- b) Répondre à toutes les questions dans l'ordre où elles sont posées ; en reprendre le texte en préambule aux réponses. Si une question est sans objet, le signaler et expliquer pourquoi. Le cas échéant, utiliser des renvois pour éviter une duplication des informations.
- c) Le glossaire (annexe 3) définit les termes apparaissant dans les questions. Veiller à utiliser la même terminologie dans les réponses. Si un terme est spécifique à une contrepartie centrale ou utilisé dans un sens qui pourrait être mal compris, l'indiquer clairement.
- d) Ajouter graphiques et diagrammes chaque fois qu'ils sont utiles, en les accompagnant d'une explication simple et claire pour leur bonne compréhension.
- e) En cas de réponses multiples (si, par exemple, la contrepartie centrale offre plusieurs types de services), fournir une réponse pour chaque cas de figure en précisant pour chaque cas de figure le champ couvert par la réponse.
- f) Ne pas se contenter, pour toute réponse, d'évoquer ou de citer des règles ou réglementations. Ne pas hésiter, toutefois, à en indiquer les références à titre de complément.

- g) Lorsqu'il est demandé de décrire le déroulement des opérations, présenter les réponses par référence au(x) fuseau(x) horaire(s) de la contrepartie centrale concernée.
- h) Vérifier périodiquement (au moins une fois l'an) les réponses et les actualiser dès que possible après toute modification importante, pour que les informations soient toujours complètes et exactes.
- i) Indiquer les coordonnées d'une personne à contacter pour le cas où les membres du marché ou d'autres parties intéressées souhaiteraient des éclaircissements sur les réponses.

Recommandations pour les contreparties centrales Réponses aux questions clés

[Juridiction]

Nom de l'entité réalisant l'évaluation : [nom] en qualité de [contrepartie centrale / autorité nationale /...]

Nom de l'entité évaluée : [nom de la contrepartie centrale]

Les informations présentées ci-après sont exactes au [date].

Ces réponses sont accessibles par : [site Internet]

Pour toute question, s'adresser à : [coordonnées]

1. **Contrepartie centrale : brève présentation**

- Domaine d'intervention : marchés et produits
- Propriété
- Structure institutionnelle et structure du marché
- Transactions : données de base
- Participants
- Activités autres que la fonction de contrepartie centrale, le cas échéant

2. **Réponses aux questions essentielles**

Recommandation 1 : Risque juridique

Une contrepartie centrale devrait être dotée d'un cadre juridique solide, transparent et valide, pour chaque aspect de ses activités, dans l'ensemble des juridictions concernées.

Questions essentielles

1. Le droit et la réglementation régissant l'activité d'une contrepartie centrale et les règles, procédures et dispositions contractuelles applicables par ses participants sont-ils clairement définis et cohérents sur le plan interne ? Les participants et le public y ont-ils facilement accès ?

[Indiquer les réponses ici]

2. Le cadre juridique assure-t-il une base solide et claire pour les aspects suivants :

- Activités de contrepartie centrale (base juridique sur laquelle repose la novation ou la compensation avec offre ouverte, notamment) ;
- Moment à partir duquel la contrepartie centrale est engagée dans la transaction ;
- Dispositif de compensation ;

- Droits de la contrepartie centrale sur les sûretés (dépôt de marge compris) qu'un participant lui remet en nantissement ou lui transfère ;
- Procédures de défaut ;
- Caractère définitif des transferts de fonds et d'instruments financiers ;
- Autres aspects importants des opérations de la contrepartie centrale, des procédures de gestion des risques et des règles y relatives.

[Indiquer les réponses ici]

⋮

Annexe 3

Glossaire

accord de jumelage des marges (<i>cross-margining agreement</i>)	Accord conclu entre deux contreparties centrales pour traiter comme un portefeuille global, pour leurs participants communs, les positions et les sûretés sous-jacentes auprès de leurs organisations respectives. Les positions détenues sur des comptes à marges jumelées sont soumises à des exigences de sûreté moins élevées si le portefeuille détenu auprès des deux contreparties centrales comporte moins de risque que les positions détenues auprès de chaque contrepartie centrale. En cas de défaut d'un participant dont le compte bénéficie d'un jumelage de marges, une contrepartie centrale peut utiliser tout excédent de sûreté auprès de son homologue pour couvrir ses propres pertes.
adhérent compensateur (<i>clearing participant</i>)	Participant à une contrepartie centrale qui sert d'intermédiaire pour permettre à d'autres membres du marché d'accéder aux services de la contrepartie. Aussi « membre de compensation ».
banque de règlement (<i>settlement bank</i>)	Banque dont les services sont utilisés pour opérer des règlements entre une contrepartie centrale et ses participants.
compensation (<i>netting</i>)	Accord entre participants à une contrepartie centrale consistant à ramener à un solde unique leurs positions ou obligations mutuelles.
conditions de marché normales (<i>normal market conditions</i>)	Variation des cours qui donne lieu à des modifications des expositions de nature à dépasser les appels de marge ou autres mécanismes de contrôle des risques avec une fréquence de 1 % seulement, soit en moyenne une séance de négociation sur 100. Par exemple, dans le cas d'un contrat d'achat d'un actif, les conditions de marché normales donnent lieu à des variations égales ou supérieures au premier centile de la distribution des modifications potentielles de la valeur du contrat durant l'intervalle où les expositions peuvent s'accumuler.
conflit de lois (<i>conflict of laws</i>)	Incompatibilité ou différence entre les lois de juridictions ayant un intérêt potentiel dans une transaction. Les règles de conflit de lois de chaque juridiction précisent les critères déterminant alors la loi applicable.
contrepartie (<i>counterparty</i>)	Partie à une transaction.
contrepartie centrale (<i>central counterparty, CCP</i>)	Institution qui s'interpose entre les contreparties aux transactions financières, devenant ainsi acheteur vis-à-vis de chaque vendeur et vendeur vis-à-vis de chaque acheteur.
contrôle ex post (<i>backtesting</i>)	Comparaison <i>a posteriori</i> entre résultats attendus (calculés par les modèles) et chiffres observés, visant à apprécier la précision des modèles utilisés.
corrélation (<i>correlation</i>)	Mesure statistique de la relation entre deux variables, montrant l'ampleur de leur dépendance mutuelle.
défaut (<i>default</i>)	Incapacité de s'acquitter d'une obligation dans les délais convenus. Une contrepartie centrale peut qualifier de défaut d'autres événements (insolvabilité, par exemple), qui peuvent déclencher ses procédures de défaut. Aussi parfois « défaillance ».

dépositaire central de titres (<i>central securities depository, CSD</i>)	Établissement assurant la détention de titres, qui permet l'exécution des transactions par jeu d'écritures. Les titres peuvent être conservés physiquement par le dépositaire ou être dématérialisés (n'existant plus que sous forme d'enregistrements électroniques).
dépôt de garantie, marge (<i>margin</i>)	Actif (ou engagement d'un tiers) accepté par une contrepartie centrale pour assurer l'exécution d'obligations potentielles envers elle ou couvrir l'incidence de l'évolution du marché sur des transactions non réglées.
droit applicable (<i>choice of law</i>)	Disposition contractuelle par laquelle les parties choisissent le droit qui régira leur contrat ou relation. Se rapporte aussi parfois à la détermination du droit prévalant en cas de conflit de lois. Voir conflit de lois.
évaluation au prix du marché (<i>marking to market</i>)	Pratique consistant à réévaluer les valeurs mobilières et autres instruments financiers aux prix courants du marché.
fonds de compensation (<i>clearing fund</i>)	Fonds constitué d'actifs apportés par les adhérents à une contrepartie centrale, qui peut être utilisé par celle-ci dans certaines circonstances pour couvrir les pertes et faire face aux contraintes de liquidité résultant du défaut de ses participants.
fonds de garantie (<i>guarantee fund</i>)	Fonds visant à indemniser les participants non défaillants des pertes qu'ils sont susceptibles de subir si un ou plusieurs membres manquent à leurs obligations de contreparties. Cette disposition ne fait pas intervenir la contrepartie centrale, mais elle concentre les responsabilités de la gestion des risques sur l'entité qui établit le fonds (le garant).
garant (<i>guarantor</i>)	Entité qui établit un fonds de garantie destiné à indemniser les participants non défaillants des pertes qu'ils sont susceptibles de subir si un ou plusieurs membres manquent à leurs obligations de contreparties.
insolvabilité (<i>insolvency</i>)	État d'une entreprise dont les actifs, évalués à leur juste valeur, ne suffisent pas à rembourser ses dettes.
livraison contre paiement ou règlement-livraison (<i>delivery versus payment, DVP</i>)	Lien entre systèmes de transfert permettant de s'assurer que la livraison d'un actif ne s'effectue que si le paiement est réalisé.
marge de sécurité (<i>haircut</i>)	Différence entre le prix de marché d'un titre et sa valeur retenue en tant que sûreté.
marge de variation (<i>variation margin</i>)	Fonds payés à/par une contrepartie en règlement de tous gains ou pertes pouvant résulter de l'évaluation aux prix du marché des positions ouvertes. Dans certains marchés, le terme désigne aussi la constitution d'une sûreté par une contrepartie pour couvrir une insuffisance du dépôt de garantie/de la marge initiale.
membre du marché (<i>market participant</i>)	Participant – investisseur final, notamment – aux marchés pour lesquels une contrepartie centrale offre ses services.
mise en pension (<i>repurchase agreement</i>)	Opération par laquelle une partie cède des titres en pleine propriété à l'autre partie pour les racheter ensuite à un prix et à une date convenus.
novation (<i>novation</i>)	Processus par lequel une obligation entre un acheteur et un vendeur est éteinte par l'interposition de la contrepartie centrale en qualité de vendeur vis-à-vis de l'acheteur et d'acheteur vis-à-vis du vendeur, qui donne lieu à deux nouveaux contrats.

offre ouverte (<i>open offer</i>)	Processus par lequel une contrepartie centrale propose ses services aux membres du marché ; elle s'interpose ainsi entre eux au moment de l'exécution d'une transaction.
parties prenantes (<i>stakeholders</i>)	Entités ayant un intérêt dans la viabilité d'une contrepartie centrale. On peut entendre par parties prenantes les propriétaires, les participants, les clients, les systèmes de négociation pour lesquels une contrepartie centrale fournit ses services, et le public.
ressources financières (<i>financial resources</i>)	Ensemble des ressources qu'une contrepartie centrale conserve pour les mobiliser en cas de défaut d'un participant. Elles comprennent généralement les sûretés (dépôts de marge compris) constituées par les participants en réponse à diverses exigences de la contrepartie centrale, ainsi que les fonds propres et les bénéfices non distribués de la contrepartie centrale ou des créances subordonnées sur les participants non défaillants, les organisations mères ou les assureurs.
risque de banque de règlement (<i>settlement bank risk</i>)	Risque qu'une banque de règlement fasse défaut, donnant lieu à des pertes sur créances et à des contraintes de liquidité pour une contrepartie centrale et ses participants.
risque de conservation (<i>custody risk</i>)	Risque de pertes, sur des titres placés en conservation, imputables au conservateur pour des raisons diverses : insolvabilité, négligence, détournement d'actifs, fraude, administration inadéquate ou mauvaise tenue des registres.
risque de contrepartie (<i>counterparty credit risk</i>)	Risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas intégralement de son obligation à la date d'échéance ou ultérieurement. Le risque de contrepartie englobe le risque de coût de remplacement et le risque en principal.
risque de coût de remplacement (<i>replacement cost risk</i>)	Risque de défaut d'une partie à une transaction à la date de règlement. Le risque qui en résulte correspond au coût de remplacement, au prix courant du marché, de la transaction initiale.
risque de liquidité (<i>liquidity risk</i>)	Risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas en totalité d'une obligation à son échéance, mais à une date ultérieure non spécifiée.
risque de marché (<i>market risk</i>)	Risque de pertes résultant des variations des prix du marché.
risque de placement (<i>investment risk</i>)	Risque de pertes encouru par une contrepartie lorsqu'elle place ses propres ressources ou les dépôts en espèces constitués par ses participants dans des obligations présentant des risques de marché, de crédit et de liquidité.
risque de pré-règlement (<i>pre-settlement risk</i>)	Risque qu'une contrepartie à une transaction dont l'exécution est prévue à une date ultérieure fasse défaut avant le règlement définitif. L'exposition qui en résulte (appelée aussi risque de coût de remplacement) correspond au coût de remplacement de la transaction initiale sur la base du prix courant du marché.
risque de règlement (<i>settlement risk</i>)	Terme générique utilisé pour définir le risque que le règlement dans un système de transfert de fonds ou de titres ne s'effectue pas comme prévu. Ce risque peut englober à la fois le risque de crédit et le risque de liquidité.
risque en principal (<i>principal risk</i>)	Risque que le vendeur d'un titre livre le titre sans en recevoir le paiement ou que l'acheteur effectue le paiement sans que le titre soit livré. Le risque porte sur la valeur globale du principal des titres ou espèces transférés.

risque juridique (<i>risque juridique</i>)	Risque qu'une partie subisse des pertes parce que le droit ou la réglementation est en contradiction avec les règles de la contrepartie centrale ou avec les droits de propriété ou autres droits exercés par la contrepartie centrale. Le risque juridique apparaît également si l'application du droit et de la réglementation n'est pas claire.
risque opérationnel (<i>operational risk</i>)	Risque de pertes inattendues par suite de dysfonctionnements des systèmes informatiques ou des contrôles internes, d'erreurs humaines ou de gestion.
risque systémique (<i>systemic risk</i>)	Risque que l'incapacité d'un établissement à remplir ses obligations à temps entraîne, pour les autres, l'impossibilité de s'acquitter en temps voulu de leurs propres obligations. Un tel défaut peut susciter d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et, par conséquent, menacer la stabilité des marchés des capitaux et la confiance des intervenants.
simulation de crise (<i>stress testing</i>)	Estimation des expositions aux risques de crédit et de liquidité pouvant résulter de variations extrêmes des prix.
sûreté, garantie (<i>collateral</i>)	Actif ou engagement d'un tiers remis en garantie de l'exécution d'une obligation.
système d'appel de marges brutes (<i>gross margin system</i>)	Système dans lequel le dépôt de garantie constitué par un participant auprès d'une contrepartie centrale pour couvrir les positions de sa clientèle correspond à la somme des exigences de chaque client.
système d'appel de marges nettes (<i>net margin system</i>)	Système dans lequel le dépôt de garantie constitué par un participant auprès d'une contrepartie centrale pour couvrir les positions de sa clientèle correspond à la somme nette des exigences de tous ses clients. Autrement dit, le montant de la sûreté à constituer auprès de la contrepartie centrale par le participant est déterminé en compensant les positions de sa clientèle.
système de règlement de titres (<i>securities settlement system</i>)	Ensemble complet de dispositions institutionnelles permettant la confirmation, l'échange et le règlement de transactions sur titres et la garde de titres.
transfert définitif (<i>final transfer</i>)	Transfert irrévocable et inconditionnel qui a pour effet d'éteindre l'obligation d'effectuer le transfert.

Lexique

backtesting	contrôle <i>ex post</i>
central counterparty (CCP)	contrepartie centrale
central securities depository (CSD)	dépositaire central de titres
choice of law	droit applicable
clearing fund	fonds de compensation
clearing participant	adhérent compensateur
collateral	sûreté, garantie
conflict of laws	conflit de lois
correlation	corrélation
counterparty	contrepartie
counterparty credit risk	risque de contrepartie
cross-margining agreement	accord de jumelage des marges
custody risk	risque de conservation
default	défaut
delivery versus payment (DVP)	livraison contre paiement ou règlement-livraison
final transfer	transfert définitif
financial resources	ressources financières
gross margin system	système d'appel de marges brutes
guarantee fund	fonds de garantie
guarantor	garant
haircut	marge de sécurité
insolvency	insolvabilité
investment risk	risque de placement
legal risk	risque juridique
liquidity risk	risque de liquidité
margin	dépôt de garantie, marge
market participant	membre du marché
market risk	risque de marché
marking to market	évaluation au prix du marché
net margin system	système d'appel de marges nettes
netting	compensation
normal market conditions	conditions de marché normales
novation	novation
open offer	offre ouverte
operational risk	risque opérationnel
pre-settlement risk	risque de préréglément
principal risk	risque en principal

replacement cost risk	risque de coût de remplacement
repurchase agreement	mise en pension
securities settlement system	système de règlement de titres
settlement bank	banque de règlement
settlement bank risk	risque de banque de règlement
settlement risk	risque de règlement
stakeholders	parties prenantes
stress testing	simulation de crise
systemic risk	risque systémique
variation margin	marge de variation

Annexe 4

Membres du Groupe de travail CSPR–OICV sur les systèmes de règlement de titres

Coprésidents

Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Patrick Parkinson
Autorité monétaire de Singapour	Shane Tregillis

Membres

Banque nationale de Belgique	Steven Van Cauwenberge Benoît Bourtembourg (jusqu'en juin 2003)
Comissão de Valores Mobiliários, Brésil	Fabio Menkes
Banque populaire de Chine	Song Pan
Banque nationale tchèque	Tomáš Hládek
Banque centrale européenne	Daniela Russo
Autorité des marchés financiers, France	Bénédicte Doumayrou
Banque de France	Yvon Lucas
Deutsche Bundesbank	Roland Neuschwander
BaFin (Autorité de surveillance financière), Allemagne	Christoph von Busekist
Securities and Futures Commission, Hong-Kong	Rico Leung Stella Leung (jusqu'en octobre 2003)
Banque de Réserve d'Inde	Jasbir Singh H. R. Khan (jusqu'en août 2004)
Securities and Exchange Board of India	Pratip Kar
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Italie	Luca Amadei David Sabatini (jusqu'en novembre 2003) Salvatore Lo Giudice (jusqu'en juillet 2003)
Banque du Japon	Tomoyuki Shimoda
Financial Services Agency, Japon	Teruhiro Ozaki Jun Hitotsumatsu (jusqu'en août 2003)
Securities Commission, Malaysia	Ranjit Ajit Singh
Banque du Mexique	Francisco Solis
Netherlands Authority for the Financial Markets	Joost Wensveen
Agence monétaire d'Arabie Saoudite	Ali Al Homidan Abdullah Al Suweilmy (jusqu'en mars 2004)
Comisión Nacional del Mercado de Valores, Espagne	José Manuel Portero
Autorité monétaire de Singapour	Loh Pui Hoon
Bank of England	Elizabeth Wrigley Victoria Cleland (jusqu'en août 2003)
Financial Services Authority, Royaume-Uni	Christian Krohn
Securities and Exchange Commission, États-Unis	Larry Bergmann
Commodity Futures Trading Commission, États-Unis	Andrea Corcoran
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Patricia White
Banque de Réserve fédérale de New York	Lawrence Radecki

Observateurs

Fonds monétaire international

Jan Woltjer
Kai Barvell (jusqu'en novembre 2003)

Banque mondiale

Massimo Cirasino

Secrétariat

Banque des Règlements Internationaux

Masashi Nakajima

Des contributions notables ont également été apportées par Patrick Knierim (Deutsche Bundesbank), Gandhi Ramasubramaniam (Banque de Réserve d'Inde), Shintaro Tanaka (Financial Services Agency, Japon), Rosemary Lim (Autorité monétaire de Singapour), Robert Rosenfeld (Commodity Futures Trading Commission, États-Unis) et Jeffrey Mooney (Securities and Exchange Commission, États-Unis).