

Les chambres de compensation (contreparties centrales)

Les **chambres de compensation**, ou **contreparties centrales**, sont des infrastructures privées qui participent au bon fonctionnement des marchés financiers, en intervenant durant la phase de « post-marché », c'est-à-dire après l'achat ou la vente d'instruments financiers par leurs membres.

POURQUOI EN PARLE-T-ON ?

Parce que les **chambres de compensation ont été pensées pour renforcer la stabilité du système financier**. En réduisant le risque de contrepartie (c'est-à-dire le risque financier lié au défaut d'un membre avec lequel une transaction est engagée), les chambres de compensation visent à limiter le risque de réaction en chaîne redouté à la suite d'un défaut. Concrètement, si un membre de la chambre de compensation déplore la faillite de sa contrepartie, la chambre lui livrera quand même l'argent (**monnaie**) ou les titres qu'il attendait. Le recours à une chambre de compensation est ancien et systématique dans le cas des marchés organisés où acheteurs et vendeurs ne sont pas en relation directe mais mis en relation par un intermédiaire.

Parce que le rôle des **chambres de compensation a été renforcé après la crise de 2008**. Il existe désormais une obligation de traiter via une chambre de compensation les transactions de certains produits dérivés de gré à gré (produits présentant des risques accrus, de type options ou contrats à terme, échangés de façon bilatérale, sans recours à un marché organisé).

Parce qu'elles favorisent l'efficacité et la transparence des marchés financiers en s'intercalant entre les membres lors du dénouement de transactions financières. Ainsi, les chambres de compensation facilitent la gestion de la trésorerie des membres et limitent les risques d'erreurs opérationnelles en simplifiant les flux financiers.

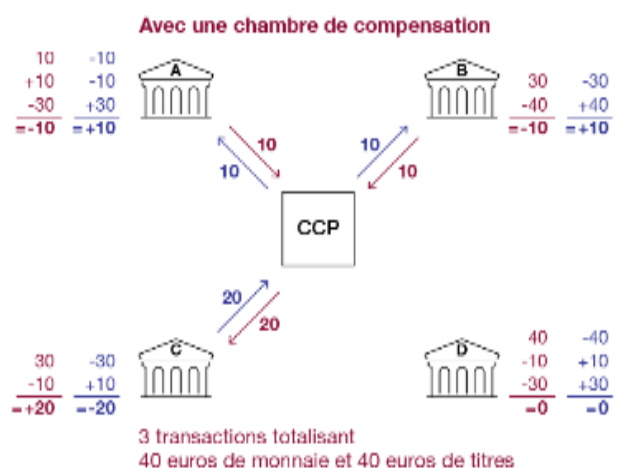
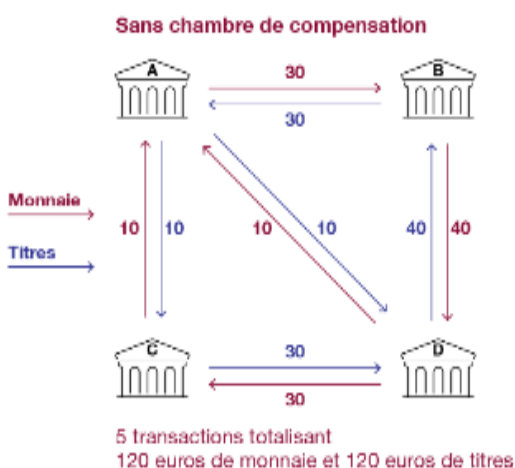
COMMENT CELA FONCTIONNE-T-IL ?

Les chambres de compensation fonctionnent selon deux mécanismes : la **novation** et la **compensation**.

Par le mécanisme de **novation**, les chambres de compensation s'interposent entre les vendeurs et les acheteurs. En s'intercalant, elles assument le risque de contrepartie. Concrètement, elles garantissent aux membres la bonne fin de toutes les transactions, en s'engageant à apporter l'argent (et réciproquement les titres) si l'un d'eux ne parvient plus à le faire.

Par le mécanisme de **compensation**, les chambres déterminent pour leurs membres le solde à livrer ou à recevoir en fonction de l'ensemble des transactions produites durant chaque séance de négociation. Ce mécanisme permet d'éviter la multiplication des flux entre membres et le besoin infra journalier de monnaie ou de titres (voir Infographie).

SCHÉMA COMPENSATION



Quotidiennement, les chambres de compensation appellent et reversent **des marges de variation** pour refléter l'évolution de la valeur de marché de la position de chaque membre.

Par ailleurs, pour couvrir le risque de défaut de ses membres, chaque chambre de compensation dispose de ressources préfinancées :

- **Des marges initiales** appelées auprès de chaque membre et calculées selon le risque de leur portefeuille, assimilables à un dépôt de garantie. Ce dépôt sert notamment à couvrir le risque de perte de marché entre la date de défaut d'une contrepartie et la date de liquidation de sa position ;
- **Une part minimale de ses capitaux propres** dédiée à la couverture des pertes et visant à inciter la chambre de compensation à contrôler la solidité de ses membres et le caractère suffisant des marges initiales appelées ;
- **Un fonds de défaut**, mutualisé et alimenté par l'ensemble des membres, pour couvrir les éventuelles pertes qui pourraient excéder les marges et la part dédiée de capitaux propres.

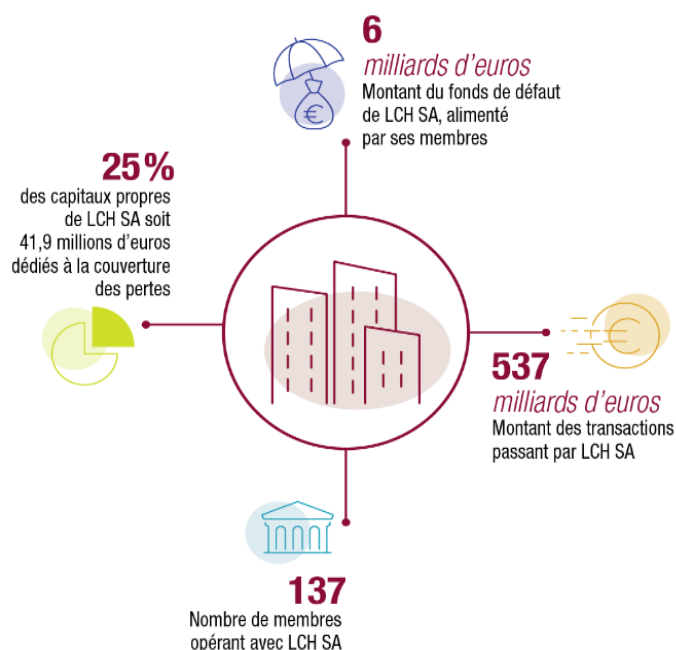
Compte tenu de leur rôle clé, les chambres de compensation font l'objet d'une **réglementation spécifique** pour s'assurer de leur solidité financière. Dans l'Union européenne, le règlement EMIR institue une surveillance collégiale, animée par les autorités nationales compétentes et impliquant l'ensemble des autorités des autres États membres ayant un intérêt direct dans la bonne supervision des infrastructures. En France, la chambre LCH SA est ainsi surveillée par l'ACPR, l'AMF et la Banque de France.

DES MÉCANISMES ANCIENS

Les chambres de compensation sont le résultat de mécanismes nés au Moyen-Âge. En **1587**, le principe de compensation est créé à Venise dans l'établissement Il Banco della Piazza di Rialto.

Le principe de novation verra le jour plus tardivement en Europe, avec notamment au XIX^{ème} siècle la Caisse de liquidation française qui se chargeait des contrats sur le sucre. C'est à Londres que s'ouvre en 1773 la première chambre de compensation, établissement phare de la City, puisque 31 banques sur les 36 du centre financier y adhèrent.

QUELQUES CHIFFRES (Source : états financiers de LCH SA, 2022)



CHAMBRES DE COMPENSATION ET BREXIT

Le Brexit soulève des interrogations quant au futur des contreparties centrales britanniques (LCH Ltd, ICEU) dont les membres de marchés européens sont très dépendants, notamment pour la compensation des transactions sur les produits dérivés de taux d'intérêt libellés en euros, majoritairement localisée à Londres (swap de taux, en euros notamment). Le Brexit induit en effet une perte de contrôle des autorités de l'Union européenne sur ces entités, alors même que leurs décisions ou celles des autorités britanniques ainsi que leur éventuelle moindre solidité financière pourraient fortement affecter la stabilité financière européenne, notamment en cas de crise. L'Union européenne a prolongé le passeport européen temporaire qui permet aux contreparties centrales britanniques de continuer leurs interactions en euro avec leurs membres européens malgré le Brexit. Ce report doit également permettre à l'Union européenne de trouver des solutions pour réduire sa dépendance vis-à-vis de ces contreparties centrales et les risques sur la stabilité financière induits. C'est un des objectifs de la révision en cours du règlement EMIR.

POUR ALLER PLUS LOIN

Histoire de la compensation : de la monnaie aux titres, Catherine Karyotis, *Revue d'économie financière*, 2008

Le mécanisme de compensation, La finance pour tous

À quoi sert une chambre de compensation ? Banque de France, 2016

Les contreparties centrales, Banque de France, 2020