

Sommaire

Éditorial <i>Marcel RONCIN,</i> <i>Président de l'AFTI</i>	1
La gestion de collatéral Tripartie <i>Valérie URBAIN,</i> <i>Directeur Général,</i> <i>Euroclear France</i>	2
Tripartie collateral Management : Description du projet du point de vue des infrastructures <i>Christophe HÉMON,</i> <i>Directeur Général, LCH.Clearnet SA</i> <i>François CADARIO,</i> <i>Director, €GCPlus & Credit Products</i>	6
Le refinancement Banque Centrale <i>Alexandre GAUTIER,</i> <i>Directeur des Opérations de Marché,</i> <i>Banque de France</i>	10
Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs <i>Jacques VANHAUTÈRE,</i> <i>Président, 3CJV</i> <i>Fabienne ZAMFIRESCO,</i> <i>Head of repo Europe & la partie trésorerie, CA CIB</i> <i>Manuel POSTIGO,</i> <i>Head of Group Prudential collateral Management, BNP PARIBAS</i> <i>Erwan DAYON,</i> <i>Head of European repo & Short Term Fixed Income Desk, Société Générale CIB</i> <i>Franck CARMINATI,</i> <i>Head of balance sheet management, HSBC</i>	13
Conclusion <i>Denis BEAU,</i> <i>Directeur Général des Opérations,</i> <i>Banque de France</i>	20

Tripartie collateral Management Où en est-on ?

En partenariat avec



Éditorial

Cette seconde session de présentation de l'offre de la Place de Paris sur la gestion de collatéral se veut la suite de la rencontre des professionnels de marché, qui s'est tenue le 20 juin 2011.

Cette initiative a été conçue en 2010 et présentée par Robert Ophèle, alors Directeur général des Opérations à la Banque de France, dans le cadre du Haut Comité de Place. LCH.Clearnet SA et Euroclear France ont été, aux côtés de la Banque, les piliers de la mise en œuvre, avec l'appui décisif des principales banques de la Place.

Il s'agissait de doter Paris d'un service de qualité, à la hauteur de ce que la place de Francfort offre déjà, dans l'objectif de sécuriser les opérations de collatéralisation, d'en réduire les coûts et de favoriser les possibilités de refinancement auprès de l'Eurosystème.

Ce projet est emblématique de la capacité de la Place de Paris à bâtir, une fois de plus, un grand projet, essentiel pour l'avenir du financement des marchés financiers, conjuguant les métiers du cash et du titre.

L'optimisation de la gestion du collatéral est donc l'enjeu, face aux besoins sans cesse croissants dus à une tendance du marché vers les

échanges collatéralisés, et au recours accru à la compensation centrale.

Cette réforme intervient au moment où un véritable déferlement réglementaire s'abat sur l'Europe, avec pour ambition de corriger les effets de la crise et de préparer l'industrie financière aux temps nouveaux.

Le projet de Tripartie repo s'inscrit clairement comme une contribution à cette démarche.

Il propose pour l'essentiel des services à valeur ajoutée :

- Gestion Tripartie du collatéral pour le règlement DVP en monnaie centrale des opérations de marché (CMS, liens inter CSD),
- Contrepartie centrale (compensation de paniers, liens avec les plates-formes de négociation et les systèmes de R/L),
- Gestion Tripartie du collatéral pour les opérations de refinancement Banque de France.

Ils trouvent leur origine dans les contributions proposées à la Place par Euroclear France et LCH.Clearnet SA. ■

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

La gestion de collatéral Tripartie

Valérie URBAIN,

Directeur Général, Euroclear France

L'objectif de cette présentation est d'expliquer la solution de Place de gestion du collatéral qui a été développée conjointement avec la Banque de France et LCH.Clearnet SA. Ce développement s'est fait en gardant en tête la compétitivité de la Place de Paris face aux réglementations récentes et par anticipation à T2S.

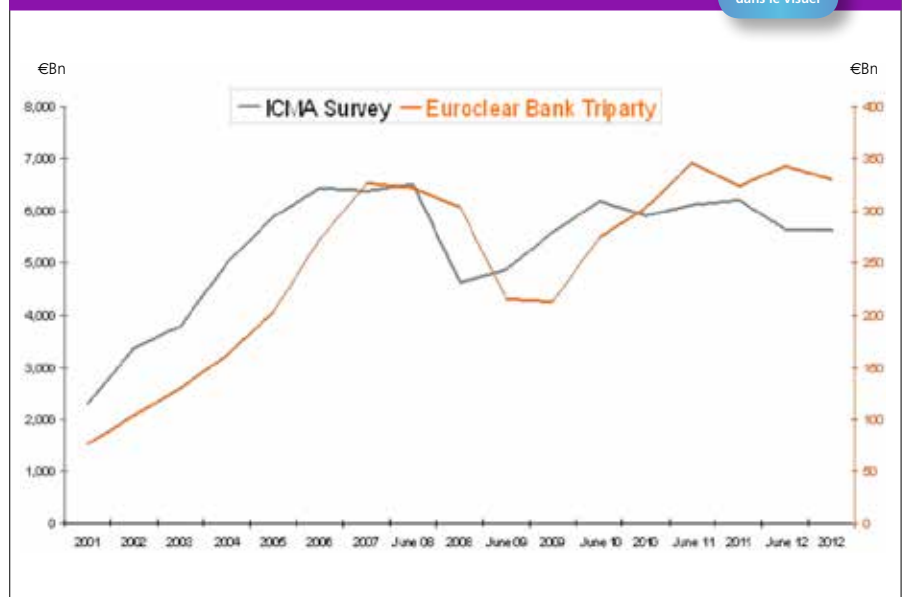
Je vais d'abord rappeler le contexte puis l'approche que nous avons choisie pour le développement de cette solution et enfin vous présenter en détail cette solution.

Depuis la crise, il y a une utilisation accrue des garanties dans les opérations de marchés ; les prêts en blanc tendent à se réduire face aux prêts collatéralisés car les risques encourus se limitent à la marge et non plus au principal. Il est clair que des réglementations telles qu'EMIR vont encore augmenter cette tendance et il est donc important de doter la Place de Paris d'une solution sécurisée et automatisée. Lorsque l'on regarde l'évolution du marché (courbe orange : utilisation du service Euroclear Bank de gestion du collatéral), on observe que ce service a aussi suivi la même tendance et même davantage, car depuis 2010 les intervenants sur le marché se sont rendu compte des risques opérationnels liés à la gestion de collatéral et se sont orientés vers des solutions automatisées mais flexibles.

Effectivement, Euroclear Bank a développé un service de gestion de collatéral Tripartie depuis 15 ans. Lorsque l'on regarde l'historique de ce service, les motifs qui ont prévalu ont été la recherche et la diversification des sources de financement par les acteurs de marché. Néanmoins ce service, encore aujourd'hui, n'est disponible que pour les titres détenus au sein d'Euroclear Bank. Le succès actuel de ce service est dû à :

- L'accès à un grand nombre de contreparties internationales,
- L'optimisation élaborée de l'allocation du collatéral qui a été développée par Euroclear Bank grâce à l'application AutoSelect.

Schéma 1 - Financement



Que fait AutoSelect ? Il sélectionne, selon les critères préétablis par les contreparties, les titres utilisés comme garantie ou comme collatéral aux opérations et ensuite tout au long du processus de dénouement de nuit et de jour, il peut éventuellement les substituer de manière automatique. C'est donc un système excessivement agile, puisque tout en octroyant au preneur de collatéral une garantie totale, il permet au donneur de collatéral de garder la main sur les titres qui sont utilisés en tant que collatéral. De plus, les acteurs gardent aussi la possibilité de réutiliser de bout en bout ce collatéral, car AutoSelect est basé sur un système simple de transfert de propriété complet entre le donneur et le receveur de collatéral, ceci via des mouvements DVP, de manière à s'assurer qu'aucune partie ne reste sans les titres et sans le cash. Grâce au transfert de propriété complet, la réutilisation de bout en bout de la chaîne est possible sans toutefois perdre le bénéfice de la substitution, puisqu'AutoSelect est capable de tracer le collatéral tout au long

de la chaîne des intervenants. Nous avons également développé des outils de gestion des risques et de simulation de collatéral, car durant les 15 dernières années, la gestion de ce service a évolué des équipes de back-office vers les outils de front-office.

Face à EMIR, Bâle 3 ou CRD4, ce service ne cesse d'évoluer. Les établissements financiers sont de plus en plus soumis à une gestion exigeante de leurs risques et des liquidités de leurs financements. Tout ceci intervient dans un marché de plus en plus globalisé, où les décisions doivent être prises rapidement pour mobiliser le collatéral et obtenir des sources de financement. Nous nous sommes rendu compte au sein d'Euroclear Bank que non seulement les décisions devaient être prises de plus en plus rapidement, mais également que l'exécution de celles-ci devait suivre la même rapidité. Ainsi, le fait que le service Tripartie soit uniquement disponible pour les titres détenus au sein d'Euroclear Bank a mené finalement nos participants à gérer des pools

La gestion de collatéral Tripartie (suite)

de liquidité de plus en plus fragmentés. Nous avons donc décidé de transformer l'environnement Tripartie vers le collateral Highway. Le collateral Highway est un pilier essentiel de la stratégie du groupe Euroclear, il dispose d'une architecture ouverte qui va permettre aux participants de gérer l'intégralité de leurs titres comme un pool unique de collatéral tout en utilisant les fonctionnalités d'Auto-Select. En effet, ces fonctionnalités seront disponibles pour des titres qui ne sont pas nécessairement détenus au sein d'Euroclear Bank. Grâce à cela, nous espérons que nos participants pourront mobiliser et optimiser leur pool unique de collatéral. J'ai le grand plaisir de vous annoncer que la première mise en pratique de ce collateral Highway correspond à la solution déployée en France. En quoi consiste-t-elle ? Cette solution associe la Banque de France et LCH.Clearnet

SA. Ainsi, cette solution utilise le savoir-faire d'Euroclear en matière de gestion de collatéral, tout en permettant le dénouement en monnaie centrale en ESES de ces opérations. Elle couvre trois segments de marché :

- Les opérations de crédit de l'Eurosystème via la Banque de France,
- Le marché interbancaire de gré à gré,
- Le marché interbancaire compensé par LCH.Clearnet SA.

La philosophie du collateral Highway permet à nos participants en ESES de pouvoir considérer tous les titres qu'ils détiennent aussi bien en ESES qu'en Euroclear Bank comme un pool unique de collatéral, sans devoir les réaligner entre les deux environnements. À l'inverse, il était essentiel de donner à nos participants ESES accès à l'ensemble des contreparties qui se trouvent aujourd'hui en Euroclear Bank.

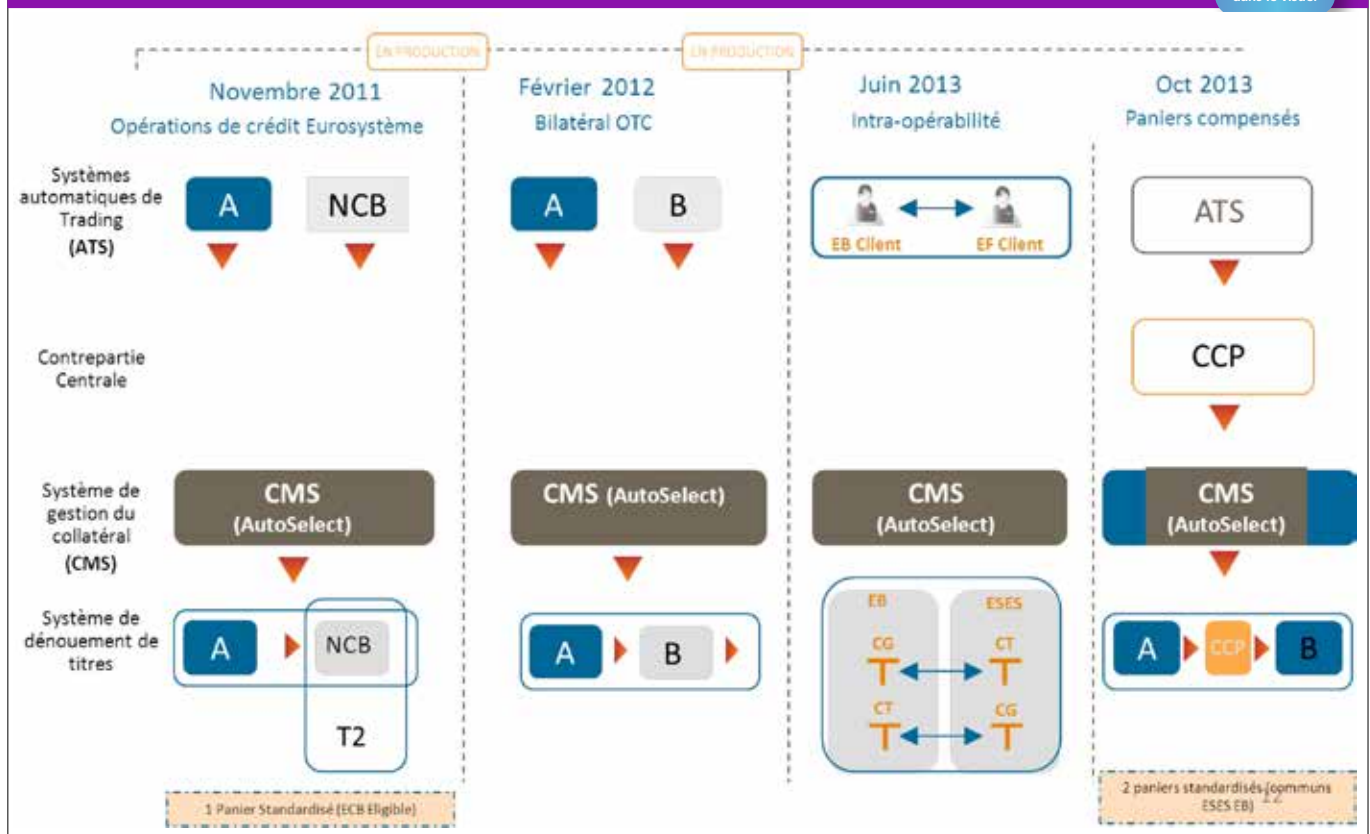
Cette solution permet de compléter le développement des trois segments de marché par une intra-opérabilité entre ESES et Euroclear Bank et ceci sur un mode DVP¹.

En novembre 2011, nous avons lancé le premier segment avec la Banque de France concernant les opérations de crédit de l'Eurosystème ; en février 2012, le bilatéral ; puis en juin 2013, nous offrirons l'intra-opérabilité en Euroclear Bank et ESES. Enfin, en octobre 2013, les paniers compensés seront disponibles via LCH.Clearnet SA pour ce service de gestion de collatéral Tripartie.

Pour aller un peu plus en détail sur le concept de cette solution de marché, regardons le schéma 3 p.4, qui permet de comprendre tout ce qui a trait à cette offre post-marché. Nous nous trouvons face à deux contreparties,

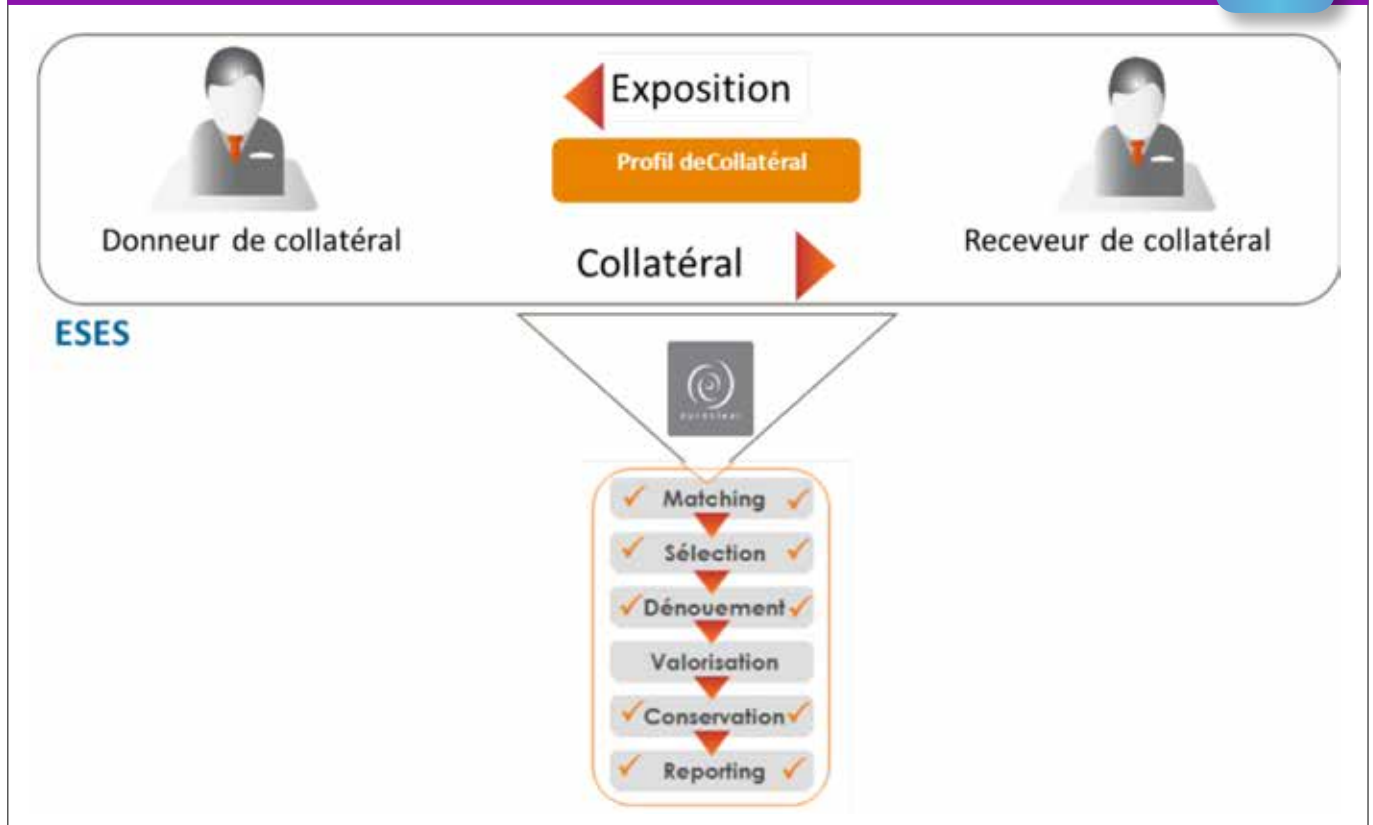
¹ Delivery Versus Payment.

Schéma 2 - Réponses aux besoins de la Place de Paris



La gestion de collatéral Tripartie (suite)

Schéma 3 - Réponses aux besoins de la Place de Paris



un donneur et un receveur de collatéral qui décident d'entrer sur une transaction. Ils commencent par signer un contrat-cadre puis se mettent d'accord sur un profil de collatéral. Dès lors, Euroclear, en tant qu'infrastructure neutre, va gérer le collatéral entre les deux parties et ceci tout au long des différentes transactions qui seront faites dans le cadre du contrat.

Que se passe-t-il lorsque ces contrats ont été mis en place ? Les deux contreparties envoient les termes d'une transaction à Euroclear, ce dernier s'assure que les termes sont conformes en les matchant.

Ensuite, le reste se fait de manière automatique par l'infrastructure de marché :

- La sélection du collatéral sur base des critères prédéfinis,
- L'introduction des instructions qui vont permettre le déplacement du collatéral entre le donneur et le receveur de collatéral,
- Le dénouement de cette instruction DVP en

monnaie centrale au sein d'ESES,

- Valorisation des titres de manière journalière avec des appels de marge, s'il y a des changements de prix et donc l'apport supplémentaire contre paiement de collatéral,
- Possibilité de substituer ces titres, si le donneur de collatéral a besoin de ces titres pour une autre opération de marché. Le système détectera ce besoin lui-même et ira chercher le collatéral équivalent pour le mettre à la place du collatéral requis auprès du receveur. En cas d'OST sur les titres qui ont été mis en collatéral, le système ira substituer ces derniers de manière à permettre aux donneurs de collatéral de garder les droits liés à la propriété de ces titres. Tout ceci est accompagné d'un reporting journalier qui assure une propriété nette entre les différentes contreparties. C'est aussi une solution automatisée qui limite ainsi les risques opérationnels.

Revenons à présent sur les principes des trois

segments de marché illustrés dans le schéma 2 :

- L'opération de crédit :
 - Solution développée par la Banque de France, disponible depuis fin 2011. Le principe est le même, la gestion du collatéral est externalisée à l'infrastructure de marché agissant comme fournisseur de services de gestion du collatéral,
 - La Banque de France participe en tant que receveur de collatéral,
 - Le panier de titres éligibles est standardisé aux opérations de l'Eurosystème et la valorisation journalière se fait sur la base des prix de l'ECB²,
 - Un service de gestion de collatéral très simple avec en contrepartie la Banque de France et des titres éligibles à l'Eurosystème.

Dans ce cadre certains opérateurs nous ont demandé de développer une solution de ramassage. En effet, ces derniers estiment

² Banque centrale européenne.

La gestion de collatéral Tripartie (fin)

qu'il est relativement facile de sélectionner des titres dans leurs portefeuilles et donc dès qu'ils sélectionnent certains titres qu'ils considèrent utiles pour ce genre d'opération, ils les déplacent eux-mêmes vers un compte dédié à l'activité. Dès lors, le système AutoSelect revérifie l'éligibilité de ces titres et les transfère à la Banque de France, d'où l'idée de ramassage. Cela permet d'adapter le montant de la ligne de crédit octroyé à l'établissement en question. C'est une solution optionnelle pouvant répondre à un besoin spécifique de certains de nos utilisateurs.

- Le marché interbancaire de gré à gré: solution idéale pour la gestion des repos entre deux contreparties. Elle utilise la même pratique, à savoir que les deux parties vont définir en amont le profil de collatéral éligible, puis le système AutoSelect intervient:
 - Sélection du collatéral
 - Transfert de propriété DVP
 - Valorisation de ces titres et remboursement du collatéral via un mouvement DVP.
 C'est donc un système flexible pour les utilisateurs de repos.
- Le marché interbancaire compensé: le segment disponible à partir d'octobre 2013, développé avec LCH.Clearnet SA, permettra aux clients d'ESES et d'Euroclear Bank d'exécuter des transactions de gestion de collatéral sur les plates-formes MTF³, bénéficiant ainsi de l'anonymat qui sera également préservé par la chambre de compensation (LCH.Clearnet SA) qui s'interpose entre les deux parties. Ensuite, la démarche s'inscrit dans la même dynamique, à savoir que la gestion du collatéral sera prise en charge par Euroclear France mais sur des paniers standardisés, compensés et prédéfinis avec toujours la même possibilité de réutiliser le collatéral par le donneur de collatéral. L'allocation des titres pour ces paniers standardisés est faite par Euroclear, ainsi les contreparties peuvent se concentrer sur les marchés sans se préoccuper de la gestion de leur collatéral.

Cette démarche s'inscrit dans la philosophie de collateral Highway, que nous considérons comme importante dans la stratégie d'Euroclear, afin de donner la possibilité aux

acteurs de limiter la fragmentation actuelle de leurs pools de collatéral et de gérer davantage en pool unique l'ensemble de leurs titres. De plus, nous avons pensé qu'il était important d'ouvrir l'intra-opérabilité entre Euroclear Bank et ESES, car nous avons des clients en commun. L'intra-opérabilité permettra à ces clients de garder leurs titres dans chacun des environnements et le système AutoSelect sera capable de gérer l'ensemble de ces titres.

De manière graduelle, nous allons accepter l'ensemble des titres qui ne sont pas éligibles en ESES, pour cela, nous allons bénéficier du lien contre paiement avec Euroclear Bank mais nous voulons aussi tirer avantage de T2S et élargir le périmètre de ces titres à ceux détenus auprès d'autres CSDs. Cet alignement des référentiels Euroclear Bank et ESES se fera de manière graduelle à partir de juin 2013 en lien avec la Banque de France et LCH.Clearnet SA. Nous avons donné la priorité aux titres éligibles par l'Eurosystème et Euroclear Bank travaille également à l'acceptation des TCN, puisqu'aujourd'hui les TCN sont émis au sein d'ESES et ne sont pas encore acceptés par Euroclear Bank (d'un point de vue collatéral). De part et d'autre, il y a donc un alignement des référentiels Euroclear Bank et ESES.

La description de la solution de Place se base sur des services existants et facilite la vie des différents acteurs, puisque nous leur donnons la possibilité de se concentrer sur leurs activités de

marché en externalisant le reste de la gestion aux infrastructures de marché. Si l'on résume les bénéfices de cette solution pour la Place de Paris, il était d'abord essentiel de doter Paris d'une solution compétitive face à Francfort et notamment en anticipation de T2S. Nous pensons que cette solution donnera de nouvelles opportunités grâce aux trois segments disponibles, mais aussi grâce à l'élargissement des contreparties via l'intra-opérabilité.

Ensuite, cette offre permet une certaine fluidité du collatéral qui donne accès aux intervenants à des pools de collatéral détenus dans de multiples environnements. Cela permet aux participants de gérer leurs pools de collatéral de manière unique et non plus fragmentée. Après avoir mis l'accent sur l'agilité de ce programme, nous privilégions également la sécurisation de ce modèle (nous n'avons jamais fait de compromis en la matière). Nous sommes attachés à garantir le transfert du collatéral titre contre cash et dans chaque segment/solution proposé.

Enfin, il est important d'avoir une solution développée à coût minima. Ainsi nous avons essayé de réutiliser des infrastructures existantes, des cadres ou des contrats juridiques existants, de manière à faciliter la mise en œuvre de cette solution à nos participants, mais aussi à minimiser les coûts de développement. ■

³ Une plate-forme multilatérale de négociation, ou Multilateral Trading Facility est un marché boursier alternatif créé pour concurrencer les grands marchés boursiers historiques.

Triparty collateral Management : Description du projet du point de vue des infrastructures

Christophe HÉMON,

Directeur Général, LCH.Clearnet SA

€GCPlus est en lien avec d'autres produits comme £GC, offre équivalente sur le Sterling et avec €GC qui n'a pas connu le développement espéré. Nous avons donc décidé de baptiser notre nouvelle offre €GCPlus.

Quels sont les objectifs d'€GCPlus ? Il faut garder en tête que les besoins en collatéral sont exponentiels. Lorsque l'on regarde les produits OTC comme SwapClear chez LCH.Clearnet SA ou la demande de la Bank of England pour pré-financer les appels de marge, nous parlons de sommes en milliards d'euros. Face à ces changements réglementaires, la gestion du collatéral pour nos clients va être un outil indispensable, tout en minimisant les coûts.

Beaucoup de groupes de travail, tels que le COGESI qui doit publier ses travaux au mois de juillet ou ceux de Godfried De Vidts, visent à pousser vers une intra-opérabilité des CMS⁴ (pas des chambres de compensation nécessairement, car nous savons qu'en matière de gestion des risques cela est plus complexe). Nos régulateurs (exemple dans le cas de notre interopérabilité avec la chambre de compensation en Italie) aiment avoir un environnement clair et défini dans la gestion du risque

François CADARIO,

Director, €GCPlus & Credit Products

au sujet d'une banque ou du défaut d'une chambre de compensation. Dans le cadre de la mise en place d'EMIR, ces points se doivent d'être couverts.

L'intérêt de passer par une chambre de compensation dans le cadre des évolutions réglementaires est clairement défini, puisqu'il y a une exigence réglementaire à hauteur de 2 %. Ainsi cela pourrait tendre à utiliser des chambres de compensation. L'intérêt pour €GCPlus a été suscité par la Place de Paris, la Banque de France et Euroclear. En effet, le besoin pour les établissements de devoir optimiser cette gestion de collatéral, récupérer du cash et placer des titres se fait de plus en plus ressentir. C'est un besoin commun, aussi bien pour les établissements que pour nous en tant que chambre de compensation ; néanmoins c'est un atout qui peut devenir pénalisant si l'optimisation ne se fait pas.

En tant que chambre de compensation, nous ressentons le besoin de la part des établissements de faire tourner ce collatéral le plus vite possible et d'essayer d'organiser du cross-margining⁵ lorsque cela est possible. La date cible pour la mise en place de ce projet est

fixée à octobre 2013. Nous allons offrir ce service avec des paniers contenant les titres de la BCE. Néanmoins, la totalité des titres ne seront pas disponibles car notre souci est de pouvoir assurer une liquidité en cas de défaut d'une contrepartie. Prendre 100 % des titres de la BCE nous poserait problème car certains titres ne sont pas du tout liquides. Ainsi 65 % des titres de la BCE seront éligibles dans ce service. Nous aurons recours aux CMS d'Euroclear et il y aura cette base d'échange commune entre ESES et Euroclear Bank, avec une possibilité de refinancement à la Banque de France et pour laquelle la DNB⁶ a montré un intérêt très fort. Il me paraît donc important de développer le service et faire le lien avec d'autres banques centrales.

François Cadario va maintenant décrire ces paniers. Pour reprendre un séquençement logique de notre activité de chambre de compensation, nous offrirons un trading de repo sur deux paniers constitués sous forme d'ISIN et qui seront valables dans le monde Euroclear ESES et Euroclear Bank.

• Le premier basket (schéma 4) est constitué des titres éligibles LCR⁷ afin de permettre aux

⁴ Collateral Management System.

⁵ Pratique qui consiste à utiliser la marge d'excès sur la marge d'un client pour couvrir un autre compte de marge au-dessous de l'exigence de marge.

⁶ Banque centrale néerlandaise.

⁷ Liquidity Coverage Ratio : ratio de liquidité imposé dans le cadre de la réglementation Bâle III.

Schéma 4 - Critères de définition des paniers



Panier 1 – BCE avec notation élevée

Panier 2 – Tous titres BCE éligibles

Titres éligibles en Banque Centrale libellés en Euros

- Classes de liquidité BCE L1A, L1B, L1C
- Notation d'émissions > A- (titres gouvernementaux) ou > AA- (autres titres)
- Conformité avec le Liquidity Coverage Ratio selon la stratégie d'allocation du participant.

- Classes de liquidité BCE L1A, L1B, L1C, L1D
- Notations d'émissions > BBB-

Triparty collateral Management : Description du projet du point de vue des infrastructures (suite)

établissements d'en retirer le plus de bénéfice possible. Nous avons retenu :

- Les trois premières classes de liquidité (sur six)
- Les titres ayant un rating minimum d'A- pour les titres gouvernementaux et AA- pour les autres titres,
- Les titres conformes avec le LCR ratio.

Ainsi les repos pourront être faits spécifiquement sur le basket 1.

• Le second basket comprend l'ensemble des titres qui seront éligibles par la BCE et approuvés par la CCP⁸. Ceux-ci pourront bénéficier de ce repo sur le basket 2. Nous ferons appel à Euroclear (AutoSelect) pour passer d'un montant cash à une allocation de titres sur les comptes correspondants en Euroclear.

Notre objectif est de travailler avec l'ensemble des plates-formes de trading, ce qui constitue un avantage par rapport à d'autres offres existantes. Le service sera offert de manière identique à toutes les plates-formes. Le schéma 5 ci-dessous résume le modèle opérationnel du

traitement de la dette française, la dette italienne ou la dette espagnole. En effet, le flux se déverse exactement de la même manière, la simple différence est le cut-off time pour les trades valeur jour. Dans un premier temps, le cut-off time se situera à midi, mais pour les opérations à valeur lendemain le cut-off se fera en fin de journée. Il y aura peu de différence avec l'existant.

Nous allons remplir exactement les mêmes fonctionnalités que sur les produits de taux : la novation, le calcul des appels de marge, la gestion du défaut. L'ensemble de ces opérations seront gérées comme sur les produits de la dette. Étant donné que nous n'opérerons pas nous-mêmes les instructions de règlement/livraison contre paiement, nous mettrons en place une solution permettant d'envoyer ces instructions à Euroclear qui s'assurera que toutes ces transactions sont bien réglées en DVP. En ce qui concerne l'accès à €GCPlus, les critères d'adhésion sont les mêmes que sur le Fixed Income :

- 100 millions d'Euros pour un compensateur simple,
- 400 millions d'Euros pour un compensateur multiple,
- Un rating minimum de BBB.

Naturellement, pour pouvoir bénéficier du système intra-opérable il faudra être participant du CMS d'Euroclear.

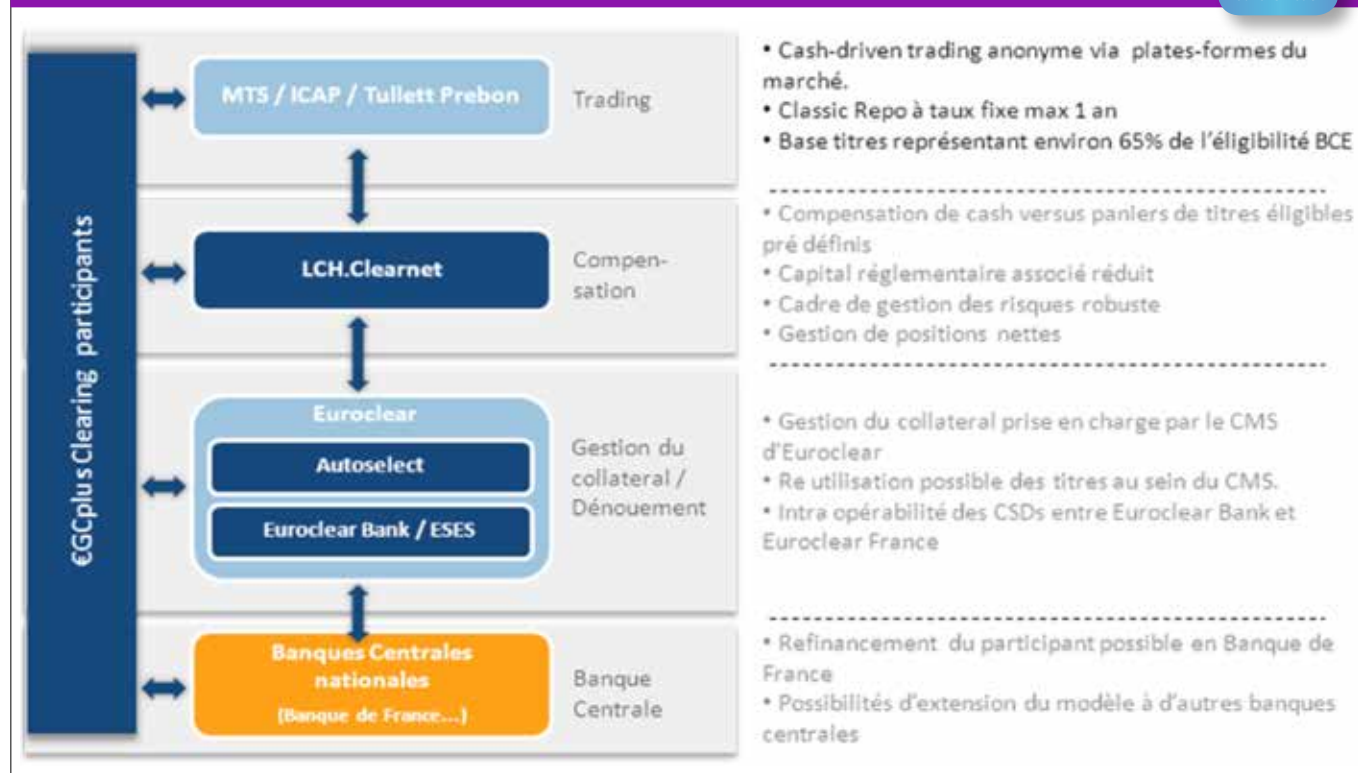
La gestion de collatéral se fera via le CMS (AutoSelect) de manière à envoyer toutes les instructions vers le règlement/livraison. Il y aura deux codes ISIN puisqu'il y a deux baskets. Le système €GCPlus utilise le « full re-use⁹ », ce qui constitue un avantage car pour le receveur de collatéral il y aura la possibilité de réutiliser ce collatéral au sein du CMS d'Euroclear.

Concernant le cadre de gestion des risques, notre but a été de réutiliser un maximum d'éléments. Ainsi nous avons repris des éléments que vous connaissiez déjà dans le cadre d'une activité de compensation liée aux emprunts d'État (Sovereign Risk Margin, Concentration Risk Margin, Wrong Way Risk

⁸ Central Counterparty Clearing House : chambre de compensation centralisée de la gestion des ordres de bourse.

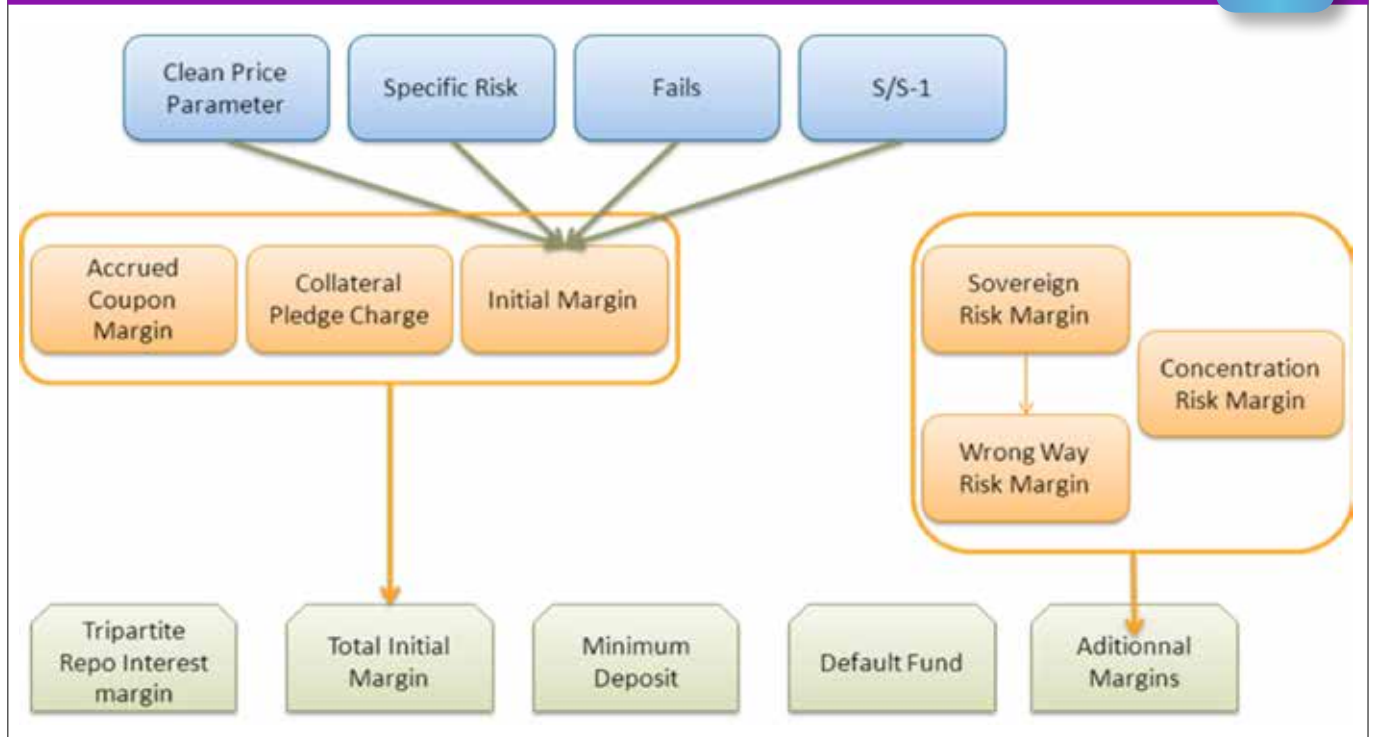
⁹ Utilisation complète par le collateral Taker des titres reçus en collatéral.

Schéma 5 - Modèle opérationnel



Triparty collateral Management : Description du projet du point de vue des infrastructures (suite)

Schéma 6 - Le cadre de gestion des risques



Margin). Le schéma 6 illustre le cadre de gestion des risques.

Nous allons, pour l'ensemble des baskets et des titres, constituer des classes de risques, en l'occurrence 72 et sur cette base nous utiliserons nos appels de marge.

Qu'est-ce que la notion de « fail » ? Nous évoquons le fait que nous allons traiter un repo sur un panier théorique. Prenons l'exemple d'un repo d'un million de cash, nous souhaiterions que le CMS assure l'allocation en titres. Néanmoins il est possible, compte tenu de ce qui est disponible sur le compte du donneur de collatéral et en fonction des limites d'éligibilité qui sont données par la CCP, que seulement 900 000 puissent être alloués. Par conséquent il restera 100 000 de cash que nous appellerons techniquement un « fail allocation » et que nous retraiterons.

Quelle est la nature des garanties apportées ? Le donneur de cash recevra un intérêt intitulé « Triparty Interest repo » (en bas à gauche du schéma) sur le montant du repo (1 million).

Concernant les titres, la garantie que nous apporterons s'élève à 100 % de ce qui aura été dénoué, soit 900 000.

Si un défaut intervient en cours de journée, nous souhaitons simplement mesurer en termes de risque et donc de marge, la possibilité induite de transformation de la position entre demain et aujourd'hui (marge S / S-1). Parmi les autres constituants de l'appel de marge :

Le « collateral Pledge Charge » implique de comprendre la notion de re-use et full re-use qui ne sont pas des solutions offertes en Europe. Le principe du full re-use signifie qu'en cas de défaut, notre première action va être de racheter 100 % du portefeuille pour les nantir ensuite en Banque centrale. Nous souhaitons simplement nous couvrir sur la différence qu'il y a entre la valeur de marché et la valeur qui sera celle que la Banque de France pourra nous offrir en termes de refinancement. C'est une nouvelle marge par rapport à ce que vous connaissez en produits de taux. Ensuite sur la partie basse du schéma (en

vert) : le minimum deposit¹⁰ et default fund sont ségrégués à l'offre €GCPlus ; c'est un principe que nous retenons au démarrage. Quand bien même nous pourrions avoir une population membres équivalente, nous n'aurions pas 100 % des membres « fixed income » qui démarreront l'activité au départ donc nous aurons un fonds ségrégué. Il n'est pas impossible qu'à moyen ou long terme, nous rapprochions ses deux fonds de défaut si nous trouvons une convergence possible. Concernant la Total Margin, nous l'avons associée à des éléments de simulation. Ces montants sont de l'ordre de 8 % du nominal pour le donneur de collatéral et de plus de 14 % pour la position du receveur de collatéral. Mon but n'est pas de vous faire réagir sur ces chiffres, mais de mettre l'accent sur deux points qui nous ont été relevés :

- Une chambre de compensation est perçue comme coûteuse : néanmoins en tant que CCP nous avons une obligation réglementaire à couvrir le risque.
- Les niveaux de marge avec €GCPlus pour

¹⁰ Règle appliquée comme dans le cadre d'autres produits OTC (ex : CDS) qui impose un minimum deposit avant même que le premier trade puisse être opéré.

Triparty collateral Management : Description du projet du point de vue des infrastructures (fin)

un portefeuille de dette française ou de dette italienne s'avèreraient différents des niveaux de marge que vous pouvez connaître sur l'activité obligataire actuelle : notre analyse démontre que le différentiel entre les niveaux de marge sur l'activité €GCPlus et repo pour un portefeuille de dettes française et italienne n'est pas significatif.

Notre offre se différencie en trois points de celle présentée par la concurrence sur le marché européen :

- En s'appuyant sur le site web de notre concurrent, l'application qui est faite, notamment à partir du haircut, nous amène à constater que sur notre basket 1, il y aurait un niveau moyen de marge de l'ordre de 8 % et de 16 % pour le basket 2¹¹. Ainsi nous devons afficher des niveaux de marge équivalents,

- J'ai évoqué le fait que le receveur de collatéral serait plus margé que le donneur de collatéral. Ceci est effectivement le revers de la médaille du re-use. En effet, de par le re-use nous avons l'obligation de marger d'avantage le receveur de collatéral (ce que ne fait pas notre concurrent),
- Ce concurrent offre la possibilité de réutiliser, en termes de paiement de ses propres marges vis-à-vis de la CCP, le collatéral utilisé au sein de GCPooling, pour le receveur de collatéral. La réutilisation possible du collatéral pour règlement des marges dues à la CCP constitue un projet 2014 pour LCH. Clearnet SA.

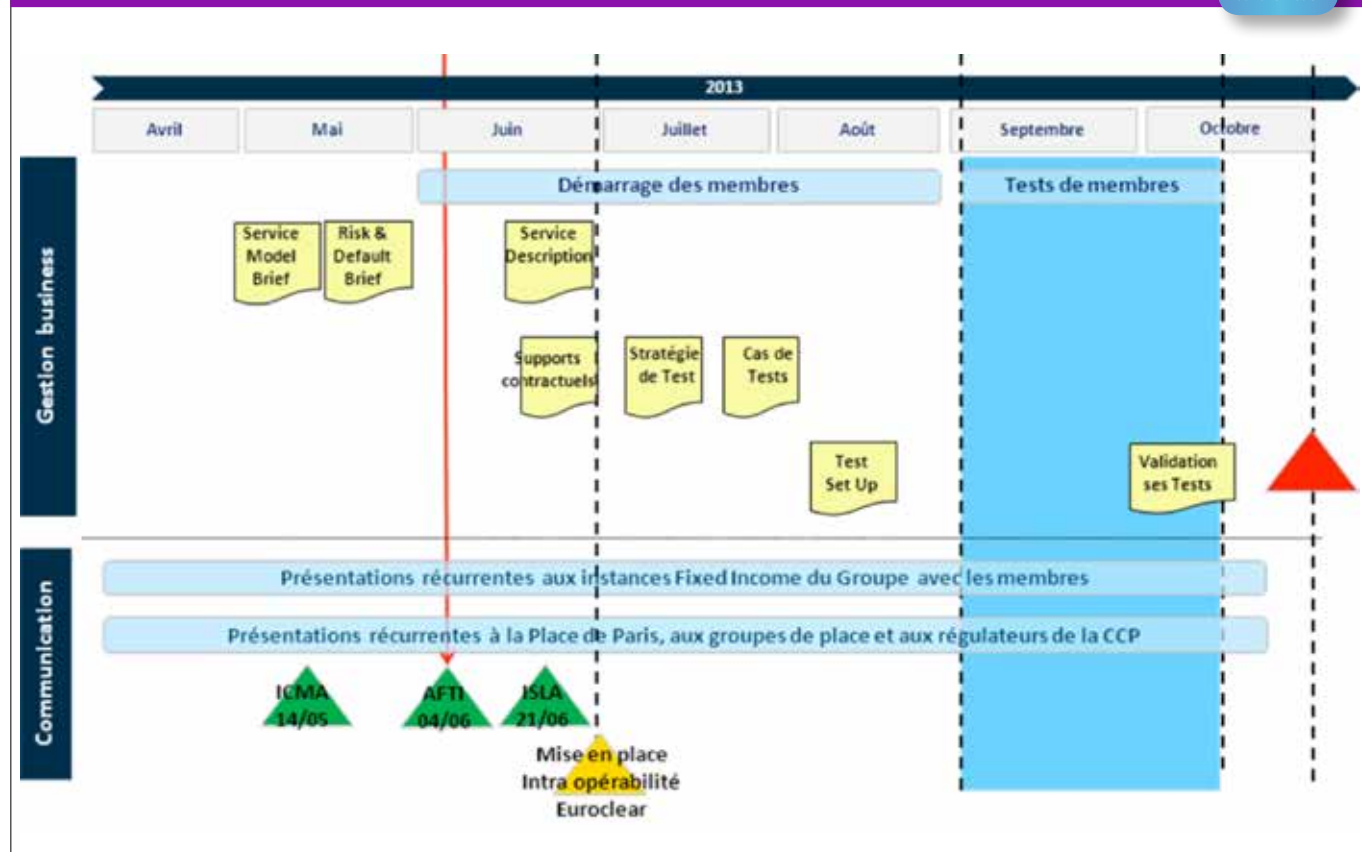
Sur ce sujet des simulations de marges, nous travaillons sur un outil interne permettant toutes les simulations possibles à partir de

portefeuilles de membres et simulant l'allocation possible du CMS d'Euroclear. Vous trouverez ci-dessous le détail du planning concernant le démarrage d'€GCPlus.

Étant donné que cette activité est nouvelle, nous demanderons aux membres un retour sur ces tests. Nous disposons aujourd'hui d'un ensemble de packs pour présenter le market model et le risque de défaut, ainsi que des présentations récurrentes que nous faisons à nos groupes d'utilisateurs. Pour nos clients et prospects, si nous ne sommes pas encore face à eux aujourd'hui, nous le serons dans les prochains jours. ■

¹¹ Ces chiffres représentent des moyennes.

Schéma 7 - L'approche de démarrage pour les membres



Le refinancement Banque Centrale

Alexandre GAUTIER,

Directeur des Opérations de Marché, Banque de France

La troisième partie de cette présentation traitera de l'aspect refinancement banque centrale qui est déjà opérationnel. Je rappellerai dans un premier temps les objectifs pour la Banque de France (en partenariat avec Euroclear et LCH.Clearnet SA) de ce dispositif, puis j'évoquerai les aspects de fonctionnement du refinancement avant de conclure. Concernant les objectifs, au niveau des autorités et chez les participants de marché, il y a beaucoup de réflexions autour du collatéral avec la volonté de favoriser la fluidité du collatéral et d'avoir au sein de l'Eurosystème un marché unique du collatéral comme nous disposons déjà d'un marché unique du cash. En somme, nous avons en quelque sorte des « écluses » qui nous obligent à ralentir ou même parfois à nous arrêter, avant de pouvoir faire bouger le collatéral. Pour améliorer les sources de funding, il faut permettre au collatéral de bouger. C'est une réflexion à conduire en interne au sein des établissements pour recenser le collatéral encore

disponible et surtout le rendre mobile. Nous avons besoin des infrastructures de marché pour pouvoir le mobiliser. En effet, si nous devons amener le collatéral auprès d'une chambre ou d'un tiers qui en a besoin, il faut là encore que les échanges puissent se faire de façon fluide. Pour ce faire, des travaux sont conduits en partenariat avec les établissements et les infrastructures de marché. Ces travaux dépassent le seul cadre de la zone euro puisque, par exemple, la Banque des Règlements Internationaux étudie ces sujets. Derrière cela, l'idée sous-jacente de ces progrès est d'améliorer les sources de funding. Un autre objectif vise à compléter l'offre actuellement disponible d'Eurex-GC Pooling. En effet, le marché dispose d'une offre de Tripartie repo dans l'univers Clearstream. Il est important qu'il dispose d'une offre comparable dans l'univers Euroclear. Durant les périodes les plus difficiles de la crise, certains établissements bancaires se sont vus couper ou réduire des lignes de crédit malgré la

détention de collatéral de bonne qualité. Or, l'interposition d'une chambre de compensation permet à des pourvoyeurs de cash de rencontrer (via un courtier anonyme) des contreparties à la recherche de liquidités et disposant de collatéral accepté par la chambre de compensation. Enfin, un autre objectif est de réduire les coûts et les risques des transactions domestiques et transfrontières sur le Money Market. Le but est d'utiliser des baskets standardisés ainsi que des infrastructures déjà existantes. Nous avons un dispositif qui fonctionne bien pour d'autres types de transactions, nous cherchons donc pour un coût additionnel réduit à multiplier les fonctionnalités de ces dispositifs existants. Concernant le fonctionnement, l'idée générale est assez simple. Elle consiste à dédier au Tripartie un sous-ensemble du pool de collatéral.

Dans cet exemple (schéma 8), nous avons un compte de receveur de collatéral et un compte

Schéma 8 - Exemple : Banque



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



Le refinancement Banque Centrale (suite)

de donneur de collatéral sur lequel il y a un certain nombre de titres. Parmi ces titres, nous allons en prendre une partie pour les affecter au donneur de collatéral et un compte éventuel de re-use. Dans l'exemple donné, il y a pour 200 de valeur de titres qui, compte tenu de la valorisation et des haircuts, sont valorisés pour l'Eurosystème (donc pour la Banque de France) à 180.

Si nous regardons maintenant la position dans l'écran 3G¹² qui correspond à un tableau d'emplois/ressources, avec sur la partie droite les utilisations que vous en faites (politique monétaire 1 000 + crédit réservé 100 + ligne de crédit T2 : 300) et de l'autre côté les ressources qui correspondent au collatéral déposé (900 de titres + 500 de créances privées), cela signifie que le montant du collatéral s'élève à 1 400 en tout et que le crédit réservé est de 100. La partie non utilisée s'appelle le pouvoir d'achat et donc le reliquat est déversé dans T2.

Plaçons-nous maintenant en Tripartie (schéma 9) et admettons que la banque A ait décidé de refinancer auprès de la Banque Centrale la moitié de son pool de titres. Il y avait 200 de titres dans le compte Tripartie de la contrepartie. Elle décide de demander un refinancement de la moitié auprès de la Banque de France. Dès lors, le compte du donneur de collatéral va être débité sur un compte de la Banque de France Tripartie (compte spécifique) avec le haircut qui est de 10 %, cela fait une valorisation à 90. Ainsi, une ligne Tripartie se déverse évidemment dans la ligne de crédit 2 et constitue une ressource additionnelle (300 au préalable -> 390 après l'opération).

Cette somme constitue donc une ressource additionnelle. Ainsi, la vision que vous avez au sein de l'écran 3G montre ce pouvoir d'achat, mais évidemment grâce à la logique du Tripartie, les services d'optimisation et de gestion du collatéral sont fournis par Euroclear. Ce dernier procède à un certain nombre de

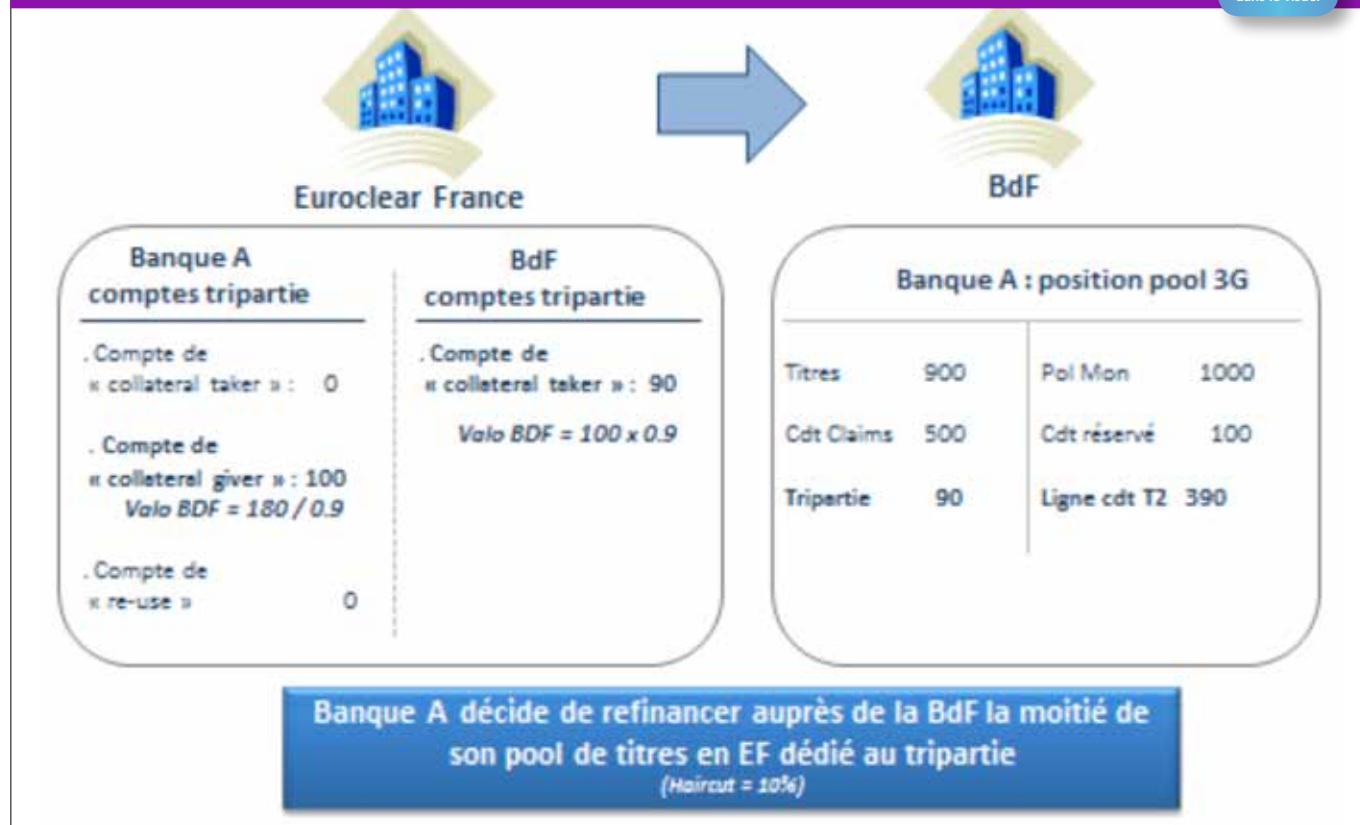
contrôles en lien avec la Banque de France. Néanmoins, le fait que ce montant de 90 ne soit pas détaillé est normal puisque cela fait l'objet du Tripartie : gérer, optimiser et faciliter le transfert du collatéral.

Concernant l'utilisation de ce système, nous avons aujourd'hui 14 milliards d'encours de refinancement Eurosystème via le Tripartie repo.

Ce service est disponible depuis novembre 2011. D'un point de vue juridique et réglementaire, il n'y a pas de spécificité du pool de Tripartie repo par rapport aux autres titres que vous pouvez garantir auprès de la Banque de France. D'un point de vue comptable, cela correspond à un nantissement classique, vous avez un compte spécifique qui est un compte de Tripartie repo. De notre côté, cela correspond simplement à un compte en plus. Le fait que ce compte soit provisionné de façon automatique via un Tripartie ou un re-use est indifférent (d'un point de vue

¹² Écran de gestion du collatéral avec la position que vous avez vis-à-vis de la banque centrale.

Schéma 9 - Exemple : Banque A



Le refinancement Banque Centrale (fin)

Banque Centrale). Ce compte fonctionne comme le compte traditionnel.

Concernant l'éligibilité, la chambre de compensation peut avoir des critères d'éligibilité qui obéissent à son règlement et ses règles internes mais pour ce qui est des titres qui sont remis en Tripartie repo, côté banque centrale, nous avons les mêmes critères d'éligibilité pour les autres sources de collatéral; idem pour les haircuts ou la valorisation.

Un autre point à mentionner: nous nous sommes aperçus que la logique du Tripartie est de travailler en « pouvoir d'achat » en se disant que l'on souhaite refinancer par exemple 1 milliard auprès de l'Eurosysteme. Et le dispositif utilisable via Euroclear sélectionne de façon optimale un certain nombre de titres. Dans le dispositif actuel, cela conduisait à certains ajustements pour les établis-

sements. Euroclear a donc imaginé (plutôt que de travailler par rapport à la quantité de cash) un dispositif dans le compte du donneur de collatéral qui fait que ce compte est « purgé » et « ramassé » automatiquement par Euroclear et envoyé sur le compte Banque de France. Ce dispositif a été mis en place car en termes d'impacts et de tests des circuits de fonctionnement du Tripartie repo, il est important d'avoir des encours qui soient assez significatifs. De plus ce dispositif a pour objectif d'alléger les traitements du back-office et les traitements administratifs.

En conclusion, il me semble important de souligner l'implication forte des participants de marché. Ce n'est pas juste un slogan. Ce projet a remarquablement fonctionné grâce notamment au soutien des établissements et il est important de garder ce soutien. Si nous travaillons ensemble et en y mettant

l'énergie, nous arriverons à un dispositif de bonne qualité.

Il faut maintenir cette implication en participant au dispositif, c'est-à-dire utiliser dès que possible les modules disponibles, même si cela peut conduire à certains ajustements techniques. Euroclear ou LCH.Clearnet SA nous accompagnent. De notre côté, nous essayons de faire en sorte que les ajustements soient les moins coûteux possibles en termes de temps, de ressources humaines et sur le plan financier. Ensuite se pose la question du marché unique du collatéral, c'est quelque chose qui, selon nous, se fera car il y a une volonté très forte de la part des acteurs. Cette démarche constitue le premier pas mais la volonté est bien là. Cette envie commune est partagée par les autorités telles que le régulateur, par les Banques Centrales et par les professionnels. ■

Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs

Animée par **Jacques VANHAUTÈRE**, *Président, 3CJV*

Nous avons prévu deux grandes parties pour cette table ronde. En premier lieu, nous reviendrons sur les solutions proposées et détaillées à l'instant afin de voir si elles répondent bien aux besoins des utilisateurs, ou s'il y a des améliorations à apporter et des points de vigilance à garder à l'esprit.

En second lieu, et sur la base des deux brochures que nous avons rédigées – la première pour l'Amphi du 11 juin 2011 et la seconde réalisée en commun avec les infrastructures Euroclear, Banque de France et LCH.Clearnet SA – nous ferons le point sur le chemin parcouru entre ce que nous voulions faire et ce que nous avons réalisé au niveau de la Place. Nous sommes dans la dernière ligne droite car comme vous le savez, les solutions d'intra-opérabilité vont être mises en place à fin juin 2013 pour Euroclear. Dans la foulée, et sur base de baskets intra opérables, LCH.Clearnet SA va mettre en place son service de compensation à la fin du mois d'octobre 2013. L'étape suivante est de confirmer que nous sommes prêts pour avoir ce marché européen du collateral Management unifié que nous appelons de nos vœux depuis plusieurs années. L'objectif partagé unanimement par le Marché est d'obtenir l'interopérabilité des CMS européens pour avoir une fluidité de collateral Management en Europe.

Ainsi à ce stade, il nous est apparu important d'avoir le point de vue des utilisateurs sur la réponse à leur besoin bancaire ainsi que sur leurs dernières attentes tant aujourd'hui que dans les mois ou les années à venir.

Pour ce faire, je vais passer la parole à nos différents interlocuteurs :

- **Fabienne Zamfiresco**, Head of repo Europe & la partie trésorerie, CA CIB
- **Manuel Postigo**, Head of Group Prudential collateral Management, BNP PARIBAS
- **Erwan Dayon**, Head of European repo & Short Term Fixed Income Desk, Société Générale CIB
- **Franck Carminati**, Head of balance sheet management, HSBC

Nous avons ici d'éminents représentants de la Place sur le sujet très important qu'est le collateral Management. Après plusieurs meetings, ce qui nous a paru le plus intéressant aujourd'hui, c'était d'essayer d'aborder cette table ronde par thèmes. Nous en avons retenu 5 principaux :

1. Le Tripartie, pourquoi faire ? Toutes les parties impliquées ont-elles les mêmes intérêts ?
2. L'offre de compensation de produits GC Tripartie : y a-t-il encore des interrogations ou des sujets d'attention sur les différents thèmes liés à cette compensation ?
3. La problématique d'intra et d'interopérabilité Tripartie au niveau CMS-(i)CSDs.
4. La partie risques : risques opérationnels, de liquidité, de contrepartie, y a-t-il encore des marges de progrès ?
5. Enfin, la mobilisation des stocks de titres et la problématique de fluidification du collatéral.

Nous allons aborder le premier thème : à quoi sert le Tripartie ? Nous avons parlé de sécurisation, de simplicité de gestion et de souplesse. Pourquoi le Tripartie répond-il aux préoccupations du moment ?

Concernant les différents acteurs, ont-ils les mêmes intérêts autour de cette évolution du Tripartie ?

Fabienne ZAMFIRESKO

Le desk repo de CA-CIB fait partie de la trésorerie, qui elle-même fait partie d'une division qui s'appelle Global Market Division. Les interactions sont importantes à la fois avec la trésorerie et avec l'activité obligataire (Fixed Income). De ce point de vue, le repo Tripartie est utilisé depuis déjà une dizaine d'années, que ce soit comme collateral Provider ou comme collateral Taker.

Aujourd'hui ce que nous voyons dans l'offre qui vient compléter l'offre de marché actuelle, c'est la possibilité pour CA-CIB d'avoir un accès beaucoup plus efficient à l'Eurosystem. Mais ce n'est pas forcément pour aller emprunter de l'argent ; aujourd'hui, la situation du point de vue liquidité ne le justifie

pas. L'intérêt est de pouvoir à tout moment bénéficier de ce filet de sécurité.

Ainsi, la solution de gestion Tripartie apportée par Euroclear et la Banque de France va nous permettre une optimisation d'un point de vue opérationnel du collatéral, qui sera considéré comme éligible et mobilisé en Banque Centrale. Des aspects coûts et des aspects marchés entrent également en ligne de compte. De ces points de vue, le Tripartie vient compléter le dispositif de la Place. Il va nous permettre en tant que desk repo d'avoir accès à un dispositif supplémentaire qui va compléter l'offre existante. Nous attendons donc avec impatience l'intra et l'interopérabilité.

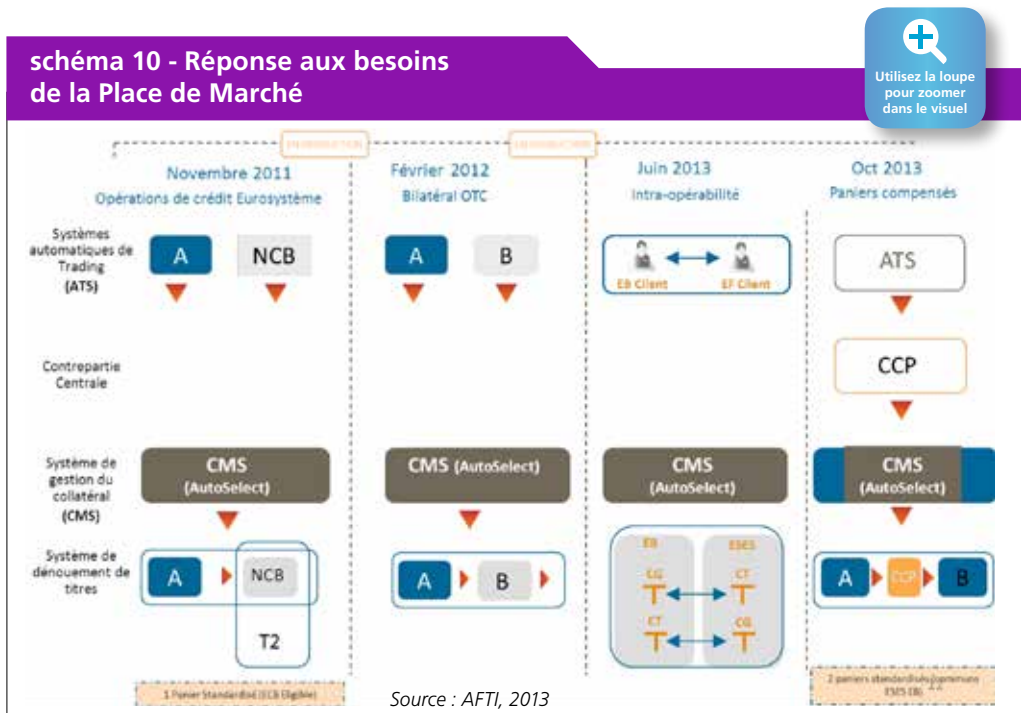
Manuel POSTIGO

Le produit Tripartie nous apporte beaucoup d'avantages. Je dirais que nous avons toujours eu l'habitude de le traiter de manière hermétique et cloisonnée ; cette idée de nouveau produit (GCPlus) est donc très intéressante car elle nous permettra de casser des cloisons et de traiter à travers deux environnements distincts de gré à gré et avec un seul agent Tripartie de manière tout à fait sécurisée, fiable et anonyme.

Nous abordons cette solution sous deux angles de vue, celui où nous avons des excédents de liquidité et celui où nous cherchons des alternatives de refinancement. Le monde actuel fait que nous avons tous de moins en moins de lignes de crédit disponibles.

Ensuite, nous pouvons avoir des problématiques de gestion de collatéral. Cette solution innovante nous permettra de gagner en souplesse selon les conditions du marché. Si ce produit répond à des besoins du moment, je voudrais plutôt qu'il réponde à des besoins non pas temporels mais plutôt permanents. Il faudrait faire en sorte que ce produit offre des alternatives permanentes et en tant qu'utilisateur, je souhaiterais que cette solution soit opérable car nous voulons avoir des choix de produits pour optimiser le collatéral, pour chercher du refinancement et pour placer des liquidités.

Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs (suite)



Au-delà des possibilités techniques, la solution doit être réalisable en termes de coûts. Il est vrai que, d'une part, nous allons être regardants par rapport à ces produits surtout dans un contexte de risque extrême de liquidité (il peut y avoir plus de liquidité dans un marché Tripartite anonyme que dans un marché de gré à gré), mais, d'autre part, il faut qu'en situation normale, nous ayons aussi de l'appétit pour aller traiter un tel produit.

Franck CARMINATI

Je voudrais apporter un angle de vue différent : celui du Balance Sheet Management, du traitement des bilans et de la gestion de la liquidité en cas de stress. Il faut se rappeler qu'au cours des dernières années, à travers les exemples de crise, nous avons constaté au sujet du produit repo qu'il était très résistant et ce au détriment des segments de marché insécurisés. C'est un fait avéré. Nous avons juste constaté un épiphénomène de moindre liquidité sur la période Lehman Brothers (car nous faisons des tests en Europe sur la résilience de ce produit) mais hormis ce phénomène, nous avons vu une bonne résistance du marché de repo, en bilatéral et en CCP, puis du marché Tripartite. Sur l'intérêt du produit, je dirais que oui, un

repo Tripartite est utile pour un trésorier du point de vue ALM. C'est un produit robuste dans le segment Money Market et très important pour les institutions financières. À notre sens, il va continuer à être très robuste et je pense que le régulateur a pris son parti dans les évolutions réglementaires. Effectivement, il incite les échanges sur une base collatéralisée entre les principales institutions financières. En termes de flexibilité, en s'interrogeant en qualité d'Asset Liability Manager ou de Trésorier sur la capacité à monétiser le collatéral en cas de stress pour son institution, le repo Tripartite est a priori un bon produit. Opérationnellement, il est plus compliqué de faire une ligne de Tripartite, plutôt qu'une myriade de petites lignes de collatéral. Mais nous devons répondre aux besoins de l'environnement dans lequel nous nous inscrivons et le repo Tripartite est un moyen d'obtenir très rapidement de la liquidité sans avoir à mobiliser beaucoup d'énergie. C'est un meilleur produit quand il est clearé en chambre de compensation. Ce qui est important c'est de savoir avant tout si le produit est liquide lorsqu'on en a vraiment besoin. Ce dont nous nous sommes aperçus dans la crise de Lehman Brothers, c'est qu'un certain nombre d'actifs qui pouvaient être liquides en théorie ne

l'étaient pas toujours en réalité au moment où l'on en avait le plus besoin. Donc face à un risque idiosyncrasique ou risque spécifique, c'est un risque indépendant des phénomènes affectant un ensemble, il faut garder cette capacité à monétiser des actifs de manière récurrente dans un cadre de stress. Ainsi, le repo Tripartite est plus flexible que le repo bilatéral ; le repo Tripartite en chambre de compensation est plus sûr, car il permet de monétiser ces actifs même en situation de stress. D'un point de vue conceptuel, ce produit nous plaît et nous paraît robuste. Le dernier point à noter au vu des évolutions réglementaires plus précises qui se mettent en place au niveau d'EMIR et CRD4, c'est qu'il est majeur que cette initiative prenne en compte les évolutions futures. À notre sens, le formatage de paniers est important, puisque si nous formatons ces paniers chacun de notre côté, nous risquons d'avoir une hétérogénéité forte. Avoir des vecteurs centraux de communication sur des paniers homogènes nous paraît donc une bonne chose. Et dans la mesure où ces paniers répondent aux futures exigences réglementaires, notamment celles du LCR pour la mise en place de CRD4, nous pensons qu'il s'agit d'un axe favorable. L'ensemble des postes sont couverts.

Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs (suite)**Erwan DAYON**

Je souhaiterais répondre par rapport à l'évolution structurelle du marché (schéma 10). Avec l'arrivée des nouvelles contraintes réglementaires, CRD4 et EMIR, une série de nouveaux intervenants vont avoir besoin de poster du collatéral, notamment pour les dérivés. Ils n'ont pas nécessairement la structure en place pour pouvoir gérer des problématiques de Fixed Income. Le Tripartite est pour eux une manière souple et économique de pouvoir gérer ce type de contrainte. Il est effectivement nécessaire que les solutions proposées correspondent aux besoins de type collatéral exigés par EMIR en termes de qualité.

Jacques VANHAUTÈRE

Un point essentiel du dispositif est l'offre de compensation des produits qui constitue notre deuxième thème. Sur ce sujet, trois thèmes majeurs se dégagent. Le premier est la composition des baskets. Nous savons qu'il y a plusieurs offres qui sont proposées au niveau européen. Faut-il un alignement des solutions au niveau des baskets ? Y a-t-il des benchmarks ? Nous savons aujourd'hui que ce qui est préconisé par Bâle III n'est pas exactement ce qui va être retenu au niveau des autorités européennes. Donc quelle est la meilleure solution au niveau de ces baskets, est-ce que l'exigibilité ECB est le minimum indispensable qu'il faut à tout prix mettre en œuvre ?

Le deuxième sujet est la réutilisation du collatéral (ou re-use) qui a été obtenu au travers du Tripartite. Cette réutilisation est un facteur-clé pour obtenir une fluidité du collatéral, de même que la traçabilité du titre et la capacité à le réutiliser en bilatéral, en banque centrale ou au niveau des CCP en couverture des dépôts de garantie. Que va-t-il se passer en interopérabilité, est-ce que cette faculté de réutilisation va continuer, même si l'on passe avec plusieurs CMS plusieurs CSDs / ICSDs ? Enfin, le troisième sujet concerne la partie dépôt de garantie. Nous savons que certaines solutions ne se basent que sur les haircuts. LCH.Clearnet SA a mis en œuvre une solution plus élaborée pour prendre en compte un certain nombre de risques notamment le risque au niveau de la réutilisation en pledge. En un mot est-ce que ces modèles de risques

sont équivalents ? Et quel est le juste équilibre à trouver entre le tolérable pour l'utilisateur et la couverture effective du risque de défaut pour la CCP ?

Manuel POSTIGO

En ce qui concerne la composition des baskets, si je me positionne en tant qu'utilisateur, au niveau offre produit et offre marketing, il n'est pas évident que l'offre doive s'aligner par rapport à celle des concurrents. Cependant, il est clair que la solution doit offrir des caractéristiques et des services de souplesse et de contenu qui permettent d'aller vers ce panier et ce produit.

En termes de benchmark, je dirais que notre prérogative est avant tout la notion de Central Bank Eligibility. En ces temps prudentiels, nous ne donnerons pas de la liquidité contre des actifs qui ne sont pas monétisables. Il faut qu'ils soient liquéfiables en banque centrale, cela est une prérogative très forte.

Cela dit, une autre prérogative qui ne s'impose pas encore de manière officielle, mais qui s'imposera en 2015 c'est le LCR. Il faudra que nous ayons des portefeuilles de titres éligibles au niveau réglementaire. Par conséquent, il est important, aujourd'hui, que l'on puisse mettre en place un produit qui nous offre un benchmark purement réglementaire. En d'autres termes, si je souhaite constituer ou ajuster ma réserve de liquidité, avoir un benchmark dans le marché qui me permette d'aller cibler et gérer cette réserve serait quelque chose d'excellent. Autrement, j'aurais beaucoup de difficultés à justifier que les actifs que je détiens ne sont pas éligibles d'un point de vue réglementaire.

Concernant le fait que la réutilisation est discriminante, le collatéral n'est pas infini, il est rare. Il faut donc l'optimiser. Si l'on se met à limiter la réutilisation ou à la caper comme aux États-Unis, cela peut être inefficace en termes de liquidité. Il est clair que nous n'allons pas emprunter des portefeuilles titres qui ne vont pas être réutilisables car nous devons veiller à cette liquidité prudentielle et seule la réutilisation va nous permettre de le faire.

Jacques VANHAUTÈRE

À propos des liens étroits (close links), quelle est la problématique des liens étroits avec les

entités qui émettent du papier ? Quels sont les enjeux pour les acteurs ?

Manuel POSTIGO

Il est impératif que le système soit suffisamment bien calibré pour que l'on ne reçoive pas des titres qui font partie de notre propre groupe. Cela diminuerait la réserve de liquidité en termes de refinancement.

Pour finir, en termes d'haircuts, il faut que le produit soit attractif, qu'ils ne soient pas non plus trop élevés, car si nous sommes obligés d'aller chercher de la liquidité, d'optimiser le collatéral auprès d'une contrepartie anonyme, il nous faudra accepter les conditions qui nous seront imposées. Il faudrait donc trouver un bon équilibre coût/bénéfices.

Erwan DAYON

Pour compléter ce que disait Manuel, l'enjeu actuel avec la réutilisation est de fluidifier le collatéral en Europe. Caper la réutilisation ou la limiter aura l'effet inverse. L'intérêt est d'autant plus important que le marché européen est fragmenté car nous avons plusieurs custodians, plusieurs CSDs. De plus, tous les acteurs n'ont pas les capacités globales pour aller piocher partout en Europe. Il est nécessaire que la réutilisation soit en place pour permettre aux banques d'investissement d'aider à fluidifier ce marché en faisant l'intermédiaire entre les différents détenteurs de titres et les autres acteurs ayant besoin de titres de l'autre côté de l'Europe, et ce afin de pouvoir bien transmettre ce collatéral. Si la réutilisation était capée ou limitée, il en résulterait des contraintes énormes.

Franck CARMINATI

La première question que nous nous sommes posée concerne les baskets complémentaires. Si on se place d'un point de vue liquidity manager, ces baskets peuvent être intéressants.

En tant que trésorier, en redéploiement du cash nous allons regarder l'horizon. S'il est long, nous allons préférer un instrument liquide, qui présentera des caractéristiques de refinancement aux banques centrales éventuelles. Ce sera de l'ordre de ceux qui seront envisagés par les régulateurs pour être traités

Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs (suite)

en tant qu'actifs liquides, ceci dans le cadre de la mise en place du Liquidity Coverage Ratio. À très court terme, si vous êtes dans une situation de fort excédent de liquidité, les alternatives aujourd'hui sont des dépôts à la banque centrale. Ce sont des dépôts unsecured, non collatéralisés, ou d'autres types de prêts sur des actifs non liquides. Donc effectivement il y a là un panier formaté qui ne serait pas nécessairement de type LCR. Cependant, il peut aussi avoir de l'intérêt dans des ajustements de liquidité à plus court terme, pour des contreparties qui seraient en situation d'excédent et qui rechercheraient un meilleur rendement sur un temps plus court.

Les deux approches nous paraissent intéressantes, surtout celle d'un panier éligible ou en ligne avec les exigences du régulateur, principalement destiné aux intermédiaires de marché. Un panier qui ne serait pas jugé comme liquide au sens LCR mais qui présenterait un bon rendement, serait comparé à une alternative de redéploiement unsecured, mais ne serait pas forcément inintéressant.

A priori les deux approches nous paraissent bien, la réutilisation est un élément sur lequel nous sommes en ligne. Un redéploiement de cash sur un panier sur lequel on n'aurait pas la réutilisation s'avérerait problématique si effectivement on se retrouvait face à un scénario de crise de liquidité. Donc la réutilisation nous paraît importante d'un point de vue gestion de la liquidité et gestion du bilan.

Nous pouvons aller un peu plus loin. Dans les évolutions anticipées de besoins de collatéral pour les activités dérivées, la capacité à apporter ce collatéral s'intègre de manière homogène dans la capacité à déposer du collatéral au niveau des CCP. Cela nous paraît également un point positif car nous permettant d'avoir une approche beaucoup plus granulaire à la mobilisation du collatéral. Nous en revenons à l'intérêt principal du produit Tripartite, qui permet le ramassage de la banque centrale.

Fabienne ZAMFIRESCO

Les utilisateurs du service de compensation seront d'accord avec le fait que ces opérations doivent présenter un maximum de fiabilité, de sécurité et de transparence. Par conséquent, il y a une approche risque qui est assez conser-

vatrice et qui vise à protéger l'ensemble des participants. La contrepartie doit faire preuve d'un maximum de flexibilité, que ce soit au niveau de la réutilisation ou de la composition des paniers et ce afin de permettre aux utilisateurs de bien optimiser l'offre de ce produit.

Jacques VANHAUTÈRE

Concernant ces liens étroits, y a-t-il d'ores et déjà des solutions afin de contourner cette problématique de liens étroits, qui reviendrait à ne pas pouvoir utiliser 100 % du collatéral reçu en tant que collateral Taker et de ne pouvoir réutiliser ce collatéral notamment en refinancement Banque Centrale ? Côté Euroclear, est-ce qu'une telle solution existe ou est-il prévu de la développer ?

Valérie URBAIN

Comme effectivement la solution est basée sur l'application AutoSelect, qui a été élaborée au fil des années par les différents intervenants, ce genre de critère est pris en compte. Les limites de concentration, les éligibilités particulières en fonction des différents groupes intervenants, seront des choses incluses dans AutoSelect et nous en bénéficierons donc.

Jacques VANHAUTÈRE

Concernant la possibilité de re-use en support des dépôts de garantie de la CCP, nous avons vu qu'il s'agissait d'un projet pour 2014. Y a-t-il une volonté de caper cette utilisation au niveau de la CCP ou est-ce que pour assurer la fluidité totale LCH. Clearnet se basera sur des paniers totalement identiques donc réutilisables à 100 % en support de garantie ?

Christophe HÉMON

Je pense que c'est à analyser en fonction des demandes, mais le cap n'était pas envisagé.

Manuel POSTIGO

Je voudrais revenir sur le processus d'appels de marge. Et je m'adresse aux CCP en général et non pas à LCH. Si je retrouve un aspect commun entre toutes les CCP, c'est l'opacité en termes de calcul de l'appel de marge initial et des variations. Je vous invite par conséquent

à faire de gros efforts là-dessus, car nous sommes assujettis à la mise en place de collatéral pour un nombre croissant de besoins. Nous sommes dans une phase d'évaluation prudentielle du collatéral et j'ai beaucoup de difficultés à estimer et à calibrer quels seraient mes prochains besoins si je garde une volumétrie identique par marché. J'invite donc les CCP à être plus transparentes afin de nous permettre de gérer de manière plus prudentielle nos besoins de collatéral.

Jacques VANHAUTÈRE

Je retiens in fine que des simulateurs seront mis à disposition permettant aux banques de pouvoir bien évaluer leurs dépôts de garantie. Le thème numéro 3 concerne l'intra et l'interopérabilité au niveau des CMS/CSDs-(I)CSDs. Nous sommes à la veille d'une première étape, notoire, qui prouve que l'interopérabilité entre plusieurs CSDs du même Groupe n'est pas une chimère et qu'elle fonctionne opérationnellement. Nous devons parler également d'interopérabilité au niveau des CMS entre (I)CSDs distincts, en pointant un certain nombre de marges de progrès pour aller de l'avant. Est-ce qu'au niveau des opérateurs c'est un impératif (must do) ou un simple complément optionnel (nice to have) ?

Une autre question importante pour les CSDs qui utilisent cette intra opérabilité : cela va-t-il drainer une activité supplémentaire et permettre d'accroître sa part de marché au niveau du collateral Management ?

À propos de ces prochaines étapes, nous savons que lorsque l'on parle d'interopérabilité, l'idée qui vient immédiatement concerne les CMS, mais il y a peut-être d'autres interopérabilités qui mériteraient d'être abordées. Au sein de ces liens interopérables, quels sont les types de baskets qui sont impératifs et qui doivent circuler de façon totalement fluide ?

Franck CARMINATI

Sur les solutions envisagées, l'intra et l'interopérabilité nous paraissent être une bonne chose. Les nombreux groupes de travail, au niveau de la Banque Centrale entre autres, font état régulièrement des avancées nécessaires sur ce sujet. Lorsque nous devons pouvoir mobiliser du collatéral qui doit être liquide si besoin, le plus frustrant est de pouvoir le

Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs (suite)

faire en théorie, mais pas en situation technique réelle. En ce sens l'interopérabilité entre CSDs est un point positif et l'interopérabilité entre ICSDs le serait également.

Erwan DAYON

Le consensus est unanime chez l'ensemble des utilisateurs. L'interopérabilité est indispensable au bon fonctionnement et au développement du marché européen pour qu'il puisse ressembler au marché américain.

Fabienne ZAMFIRESCO

Il serait intéressant d'avoir la possibilité d'un fonctionnement en mode pooling, c'est-à-dire la possibilité, pour un intervenant quelconque, de pouvoir raisonner comme pour le cash avec un pool de collatéral global qui, à un moment donné, se trouve pour partie en ESES. Et ce, sans cette gestion au quotidien très compliquée, source de coûts et non efficiente. Nous avançons donc dans ce sens, mais il reste encore beaucoup de chemin.

Franck CARMINATI

De grands progrès ont été faits en termes d'interopérabilité. Il n'y a pas encore si longtemps, il fallait attendre plusieurs jours pour qu'un collatéral détenu puisse arriver par un

chemin en Euroclear Bank ou en Clearstream. Je pense que d'un point de vue risques opérationnels et réglementaires, cette interopérabilité est nécessaire pour minimiser les risques et notamment les défauts de règlement/livraison, qui sont un élément majeur d'un point de vue réglementaire. La maîtrise de ces risques est cruciale et renforcer l'interopérabilité va dans ce sens.

Manuel POSTIGO

Je dirais qu'on ne peut pas optimiser du collatéral s'il n'est pas placé au bon endroit et au bon moment. Ce n'est pas parce que nous avons du collatéral disponible que nous sommes à l'abri d'un risque de défaut par exemple. Ce que j'entends par là, c'est que beaucoup d'efforts ont été faits sur l'interopérabilité. Mais j'aimerais aller beaucoup plus loin. L'interopérabilité me fait penser aux mots connectivité et synchronisation. Aujourd'hui, dans notre gestion d'optimisation de collatéral, nous avons beaucoup de difficultés à gérer ces deux aspects. Nous avons fait le choix opérationnel d'avoir des pools de collatéral dans différentes entités. Cependant, les systèmes ancillaires ne permettent pas cette synchronisation. Si l'on veut simplifier et réduire le risque opérationnel, ainsi que le risque de défaut systémique, il faut absolument que l'on avance dans la mise en place

de passerelles. Les passerelles signifient les interopérabilités, mais il faut que le collatéral puisse passer et être fluide, de mon teneur de compte-conservateur vers une CCP et vice-versa. Ensuite, si j'ai une opportunité, je devrais pouvoir le traiter entre différentes CCP. Nous représentons des banques internationalement actives, donc nous avons de multiples pools de collatéral (une cinquantaine pour notre part). Imaginez-vous notre problématique au quotidien. Si nous envisagions une interopérabilité entre banques centrales, cela permettrait d'éviter des risques de retard et de défaut grâce à cette synchronisation.

Aujourd'hui il existe des modèles déjà en place dans différentes banques centrales : dans les pays nordiques il y a une facilité qui s'appelle Scandinavian Cash Pool, et ailleurs, certaines Banques centrales asiatiques ont mis en place des cross-border collateral agreements entre elles. Nous voudrions donc aller un peu plus loin dans cette interopérabilité entre Banques centrales.

Jacques VANHAUTÈRE

C'est donc une interopérabilité qui est plus multidevises au niveau Banque Centrale qu'au strict niveau des titres. Au niveau européen, cette interopérabilité Banque Centrale est déjà parfaitement assurée par l'Eurosystème. L'enjeu ici serait en fait d'aller un cran plus loin, d'établir une interopérabilité outre-Atlantique par exemple.

Manuel POSTIGO

Tout à fait. Je rappelle que la Banque centrale européenne a franchi une considérable étape en 2012 pour élargir ses critères d'éligibilité. Elle accepte aujourd'hui des émetteurs européens libellés en dollars. Si l'on mettait en place des accords entre Banques centrales sans transférer des titres, cela réduirait non seulement les coûts opérationnels, mais nous serions également plus résistants grâce à cette synchronisation qui est nécessaire à l'interopérabilité.

Alexandre GAUTIER

Je crois que c'est une évolution assez naturelle, si l'on dépayse les évolutions. Ce que nous observons aujourd'hui dans la zone

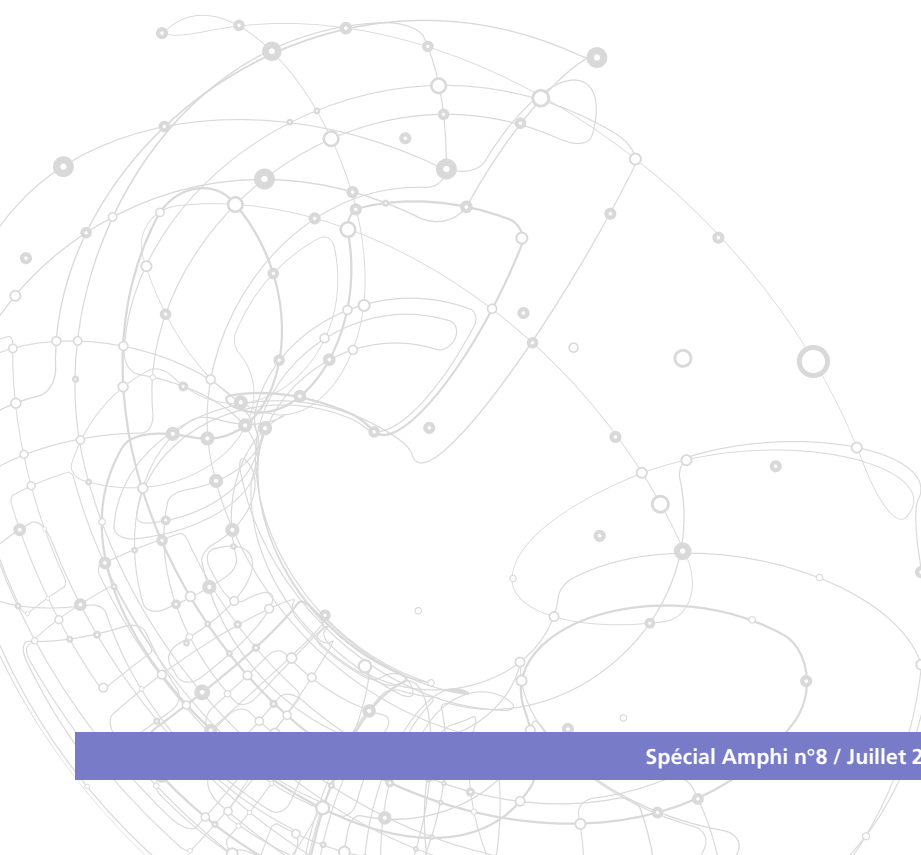


Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs (suite)

Euroclear, c'est justement cette fluidité interzone. Le système CCBM le permet entre Banques centrales, les infrastructures le permettent en s'adaptant. Il est vrai qu'en se projetant un peu, l'évolution naturelle va vers d'avantage de fluidité.

Jacques VANHAUTÈRE

Les différents risques constituent le thème numéro 4 de notre table ronde. Nous voyons bien quels sont ces différents risques, de contrepartie, de liquidité, opérationnels et autres. En quoi les solutions actuelles les couvrent-ils ? N'y a-t-il pas d'autres risques qui sont peut-être plus insidieux ? Face aux risques opérationnels par exemple, n'y a-t-il pas des pistes d'amélioration ?

Erwan DAYON

Un effort important a été fait dans l'ensemble de l'Europe pour faire baisser le taux de fails et améliorer la qualité du settlement des opérations. À mon avis, le point d'amélioration doit venir de l'ensemble de la place pour faire baisser ce taux. L'étape actuelle est d'avoir un format juridique cohérent sur tous types d'opérations. Les contrats qui encadrent les opérations prévoient toutes les clauses nécessaires en cas de fails qui dureraient entre contreparties. Je pense que sur cet aspect-là, nous aurions besoin de l'aide des CCP pour pouvoir proposer une solution similaire dans le cas de fails de CCP qui, derrière elles, ont des fails de leurs propres membres. Néanmoins c'est un point mineur d'avoir des CCP restant en position de fail et qui ont des difficultés à pouvoir fermer ces fails.

Fabienne ZAMFIRESCO

Je rejoins le point d'Erwan. C'est aujourd'hui davantage quelque chose qui s'applique aux repos bilatéraux, en CCP ou non. Il y a aussi probablement une question de pratique de marché à faire évoluer ou en tout cas, à faire harmoniser selon les dépositaires. Selon que l'on traite en Euroclear France ou chez d'autres dépositaires, l'impact du fail n'est pas le même.

Je pense qu'il faut une harmonisation quels que soient le dépositaire, le format juridique de l'opération et le type de contrepartie, car il

y a des distorsions qui pénalisent les banques d'investissement. En dehors de l'aspect fail qui concerne plus aujourd'hui le repo bilatéral, clearé ou non, je dirais que le dispositif de Tripartie avec éligibilité Eurosystème apporte beaucoup d'améliorations d'un point de vue du risque opérationnel et des coûts qui sont induits par ce type de risques. Sur cet aspect-là, on ne peut que s'en féliciter.

Franck CARMINATI

Je suis d'accord avec ce qui a été dit. Le produit satisfait au niveau des charges en pondérant à la baisse les risques de solvabilité individuelle sur les contreparties. Il s'inscrit tout à fait dans les évolutions réglementaires qui sont en cours.

Sur les points d'amélioration précis, je crois qu'il y en a certains qui pourraient, d'un point de vue CCP, être encore mis en œuvre pour pondérer à la baisse la survenance des fails.

Jacques VANHAUTÈRE

Cinquième et dernier thème de cette table ronde, la gestion du stock de titres et sa transférabilité. La localisation des titres, où une partie de la dette est dans un environnement Euroclear Bank et une autre partie dans un environnement Euroclear France peut constituer une contrainte opérationnelle. Comment assurer une totale fluidité pour des établissements de crédit qui sont multi CSDs, multi-environnement ?

Nous avons évoqué l'extension des liens et de transférabilité des titres, est-ce que, là encore, nous pouvons obtenir maintenant une transférabilité en quasi temps réel de stocks de titres, lorsqu'il y a un besoin urgent de liquidité ?

Une autre problématique qui rejoint l'interopérabilité, concerne la source de prix que l'on prend pour valoriser des opérations de Tripartie. Si l'on met en place des opérations d'interopérabilité parfaite entre plusieurs CSDs et ICSDs, mais que la source de prix qui valorise le collatéral n'est pas identique, il peut y avoir des gaps en termes de liquidité ou de titres, c'est-à-dire prendre plus de titres qu'il n'en faut ou avoir moins de cash souhaité du fait d'une source de prix différente.

Est-ce que d'autres contraintes opérationnelles (on a parlé de contraintes fiscales, de

retenue à la source ou non) vont jouer dans le cadre de cette fluidité de stocks de titres ? Finalement, nous sommes aujourd'hui sur un marché sell-side plutôt orienté contrepartie directe. Est-ce que le fait de pouvoir étendre ce service à des buy-sides va être un réel plus pour l'utilisation du stock de titres ? À l'inverse cela va-t-il être une pure substitution sans augmenter le stock disponible et la fluidité au niveau du collatéral ?

Franck CARMINATI

Effectivement, la transférabilité des titres est une chose qui est très favorable. Pour la gestion d'un stock de titres, c'est une problématique qui existe pour notre groupe.

Chez HSBC, nous opérons sur un modèle de filiales. Chaque bilan est essentiellement filialisé. D'une manière plus générale, même pour un bilan local, avoir une transférabilité qui est bonne reste une corde supplémentaire à l'arc. Sur un bilan comme celui d'HSBC France, nous rassemblons les activités de market making pour le compte desquelles nous opérons déjà des pools de titres délocalisés pour satisfaire le cahier des charges sur cette activité.

D'un point de vue liquidity management, c'est un peu moins pertinent, puisque nous le regardons par entités solo et le pool de liquidité du bilan parisien est géré de manière à satisfaire ces exigences. Donc le management de la liquidité ne nous amène pas ce genre de problématiques locales.

C'est plus vrai d'un point de vue gestion de l'activité client. Les contraintes de sources de prix dans ce cadre-là sont effectivement importantes. Plus l'on accélère les phases d'interopérabilité, plus les grains de sable peuvent être importants et arriver en bout de chaîne à des défauts de livraison. Arriver à décider une source de prix unique et homogène est l'un des meilleurs éléments de ce projet.

Erwan DAYON

Pour faire suite à ma réponse précédente, d'un point de vue buy side, cela peut être envisageable dans le cadre de la gestion de pools multidevises, pour lesquels aujourd'hui multidevises veut dire un environnement ICSD différent. Cette interopérabilité peut donc être un point positif.

Table ronde : Les plus-values apportées du point de vue des utilisateurs (fin)**Manuel POSTIGO**

Juste pour compléter un angle de vue différent, si la question est de savoir si grâce à cette solution nous allons nous diriger vers une centralisation du pool de collatéral, je dirai que non.

D'abord, nous avons des obligations propres d'après notre modèle et notre positionnement sur certains marchés. Ensuite il y a des besoins clients. Nous répondons à des besoins des systèmes qui nous obligent à avoir des pools de collatéral.

Je ne suis pas sûr que, malgré l'évolution de nouveaux produits, nous arriverons à une centralisation. Et j'insiste sur le point précédent : c'est la connectivité, la synchronisation entre différents systèmes qui simplifiera notre gestion du collatéral. Car aujourd'hui, nous tenons compte de trop de données. Les cut-offs sont une problématique qui entre en compte dans la transférabilité. Par conséquent je ne suis pas forcément sûr que nous allions dans ce sens-là.

En termes de source des prix, je pense que plus nous irons vers l'interopérabilité, plus il faudra qu'il y ait cette homogénéité des prix. À un moment donné, lorsque nous allons devoir reporter nos positions de collatéral dans un groupe pour une même obligation, si certaines de mes filiales reçoivent un autre prix, cela va soulever des questions auprès du régulateur. Nous avons besoin de ce respect de source de prix unique car en tant qu'utilisateur, au-delà de la notion Tripartie, nous avons besoin de justifier que les actifs que nous détenons sont liquides. Et pour le justifier, nous avons besoin de sources de prix, d'opérabilité ou de liquidité dans le marché. C'est aussi un appel que je lance d'une certaine façon : quand nous l'étudierons avec les agents Tripartie, je pense qu'il doit y avoir une vraie demande de la part des utilisateurs pour que cette manne de collatéral détenue ou utilisée chez eux puisse servir d'indicateur de la stabilité des prix et de la liquidité.

En termes de contraintes, il est clair que l'aspect fiscal est majeur. Aujourd'hui encore dans l'Eurosystème subsistent des problèmes fiscaux et nous sommes tous conscients que cela dure depuis des années et que c'est une barrière. Notre problématique commune est double : d'une part s'assurer que nous pouvons monétiser les actifs que nous avons et

d'autre part, enlever toute barrière à leur liquéfaction. Nous ne pourrons pas optimiser notre collatéral tant qu'il y aura ces deux contraintes.

Franck CARMINATI

Il est vrai qu'il y a, sur la partie pricing, la dimension du prix et l'intégration dans les modèles de risques. La définition du prix doit être la plus démontrable possible afin de renforcer ces modules de gestion de risques, qui sont des exigences réglementaires.

Sur la partie buy-side nous sommes, aujourd'hui, dans un cadre où nous avons une vision assez fragmentée des pools de liquidité. La solution permet à un investisseur qui est cash-long de pouvoir redéployer cette liquidité sur un stock de titres avec les convenances géographiques qu'il préfère, en amorce d'une intégration. C'est à minima ce qu'on doit mettre en place pour permettre d'avoir face à des gens qui vont chercher à se refinancer, des gens qui vont également chercher à pouvoir redéployer de la liquidité excédentaire et qui vont le faire de la manière dont ils peuvent opérer. C'est-à-dire opérer sans des contraintes de conservation, qui peuvent être assez diverses au sein de l'Eurosystème aujourd'hui.

Jacques VANHAUTÈRE

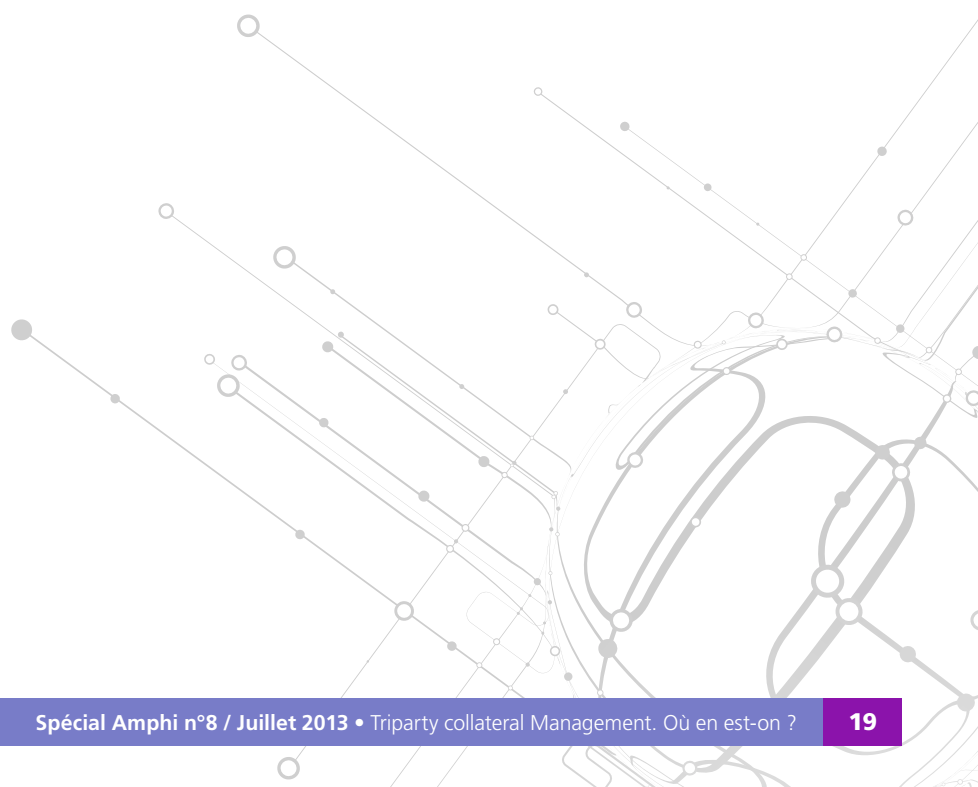
Quid au plan Fixed Income sur la problématique de conservation ?

Erwan DAYON

Je pense qu'en offrant une capacité d'investissement à certains clients nous confiant des portefeuilles à gérer, l'outil Tripartie est regardé avec de plus en plus d'attention et constitue une solution d'avenir qu'il va falloir explorer.

Fabienne ZAMFIRESCO

Sans forcément être agent, nous voyons bien que des offres apparaissent et ce dans un mouvement de basculement du unsecured vers du secured des offres en CCP à destination des corporates. Les asset managers sont intéressés par le Tripartie mais sans forcément avoir un lien avec des dépositaires ou sans avoir d'agents avec la banque avec laquelle ils vont traiter. De manière générale, il faut que le marché se développe à l'instar de ce qui est fait aux États-Unis. Ce n'est pas uniquement un instrument interbancaire, cela touche tous les intervenants, tous les segments du marché sur la dette et sur le collatéral. ■



Conclusion

Denis BEAU,

Directeur Général des Opérations, Banque de France

Le projet de Tripartie collateral Management est très important à mes yeux ; il résulte d'une dynamique d'offre de services qui s'est déclenchée à la suite de la crise. Il apporte une réponse au développement de la collatéralisation croissante des opérations financières. Mon premier point traitera de son importance stratégique pour la Place de Paris.

Mon deuxième point concernera les actions complémentaires qui sont nécessaires pour assurer une bonne adéquation entre la demande de collatéral et les offres de services et je reviendrai sur certains aspects en matières de risque.

I. L'importance stratégique du projet de Place

a) Une hausse durable de la demande de collatéralisation qui appelle le développement de nouvelles offres de services

Ce projet est important pour deux raisons majeures : il répond à un besoin durable du marché en matière d'offres de services de gestion du collatéral. Par ailleurs, les acteurs de la place, à commencer par les prestataires de services, disposent d'atouts très forts pour fournir des services performants.

Sur le premier point, il est important d'avoir en tête la dynamique en matière de demande. Le développement de la collatéralisation des transactions financières n'est pas nouveau, mais ce phénomène s'est amplifié avec la crise et il s'est manifesté par une évolution assez frappante. Lorsque l'on regarde les statistiques, on observe une forte évolution des financements sécurisés levés sur les marchés par les intermédiaires financiers et les banques. Quand on regarde les compartiments à moyen-long terme, on observe le même phénomène sur plusieurs années. Pour donner un ordre de grandeur sur les financements en euros concernant ce segment à moyen et long terme, cela représentait, voici 4 ou 5 ans, un tiers de l'ensemble des finan-

cements à long terme sécurisés. Aujourd'hui, la proportion est de 50 %.

Le même phénomène s'observe sur les financements courts, le basculement des opérations en blanc vers le marché du repo en particulier. Vous êtes tous des acteurs de ce phénomène.

Le facteur conjoncturel de ce phénomène est le déclenchement de la faillite de Lehman Brothers. Il y a eu une forte hausse de l'aversion au risque, donc une dégradation de l'appréciation de la qualité des contreparties. Si l'on observe l'évolution des ratings des grands agents intermédiaires financiers sur les 5 dernières années, quels que soient les intermédiaires, on remarque que la perception du risque est à la baisse. Troisième élément, il y a une hausse du risque de liquidité perçu. Sa manifestation la plus spectaculaire est l'augmentation de l'intermédiation au sein de l'Eurosystème, c'est-à-dire les montants que l'Eurosystème prête. Le succès rencontré par les opérations à 3 ans qui ont été menées il y a 18 mois maintenant, en est le témoignage. Au-delà de ces éléments conjoncturels, je crois qu'il existe des facteurs structurels importants qui vont prendre le relais. Ces facteurs sont liés pour l'essentiel aux évolutions réglementaires. Et tout particulièrement celles qui concernent les dérivés OTC, avec les obligations de compensation par une contrepartie centrale.

Toutefois, ce n'est qu'un aspect de l'incitation à la collatéralisation, car les transactions qui resteront traitées sur le marché OTC en bilatéral seront aussi soumises à des obligations de collatéralisation, de marges initiales et de marges de variation. C'est un premier vecteur important. Le deuxième vecteur concerne l'accord de Bâle 3 qui, dans certains de ses aspects, incite à une réallocation vers les actifs sécurisés. Un des aspects importants est naturellement le ratio de liquidité. Le troisième vecteur porte sur la réglementation qui s'impose aux assureurs, avec un certain nombre d'incitations à investir dans des actifs garantis.

Un dernier élément contribue à pousser une demande forte en matière de collatéralisation, ce sont les régimes de résolution. Des discussions sont en cours au niveau européen. L'impact de ces incitations réglementaires est évidemment difficile à anticiper. Beaucoup d'études sont menées, mais cet impact dépendra du calibrage final d'un certain nombre de réglementations.

Pour donner un ordre de grandeur, les études les plus pessimistes montrent que l'effet cumulé de l'ensemble de ces réglementations devrait se traduire par une augmentation de la demande de collatéral de l'ordre de 4000 milliards de dollars. L'évolution de la demande est présente et elle ne peut que croître.

Le point important est d'évaluer comment évolue l'offre de collatéral face à cette demande croissante. Des études ont été menées notamment au sein des banques centrales. Elles démontrent deux choses. Premièrement, par rapport à cette évolution de la demande, il n'y a pas de problème de rareté des titres. Deuxièmement, le sujet principal est celui de la distribution. Ce n'est pas une problématique nouvelle au sein de l'Eurosystème. Là où des ajustements et des efforts restent à faire, c'est au niveau de la localisation de ce collatéral, car il ne va pas nécessairement se situer au bon endroit au bon moment, avec la qualité attendue à fournir. C'est là que réside la principale difficulté et cela ouvre la voie au développement de toute une gamme de services pour organiser cette distribution.

On peut observer trois directions pour l'évolution de l'offre de services. En premier lieu, les services de transformation d'échange à court terme d'actifs de qualités différentes, sur une base bilatérale. En second lieu, les services d'optimisation de la gestion du stock de collatéral. En troisième lieu, les services qui visent à élargir le pool de collatéral, à savoir des nouveaux types d'actifs peuvent être mobilisés pour collatéraliser des transactions.

Conclusion (suite)

Par rapport à cette évolution, les projets de Place sont particulièrement importants.

b) Les atouts de la Place de Paris en matière d'offre de gestion tripartie

Les acteurs de la Place ont des atouts très significatifs pour développer des services performants. Il existe un savoir-faire évident parmi ces acteurs et en particulier de la part d'Euroclear et de LCH.Clearnet SA. Je tiens à souligner que le développement de ces services procède d'une volonté collective. L'histoire de ce projet est, à cet égard, très réconfortante. Nous avons réussi à fédérer les visions et les efforts autour d'un concept. La volonté de mettre à la disposition des acteurs de la Place des services performants doit être soulignée. Nos concurrents ont le mérite d'être partis plus tôt que nous, mais le marché est tel que l'obstacle n'est pas insurmontable, au contraire. Il y a la place pour développer des services qui peuvent apporter une différenciation. L'une des dimensions est l'assurance d'un règlement-livraison contre paiement. Une autre est son caractère ouvert, à la fois en termes de périmètre de titres et d'interopérabilité. C'est une ambition forte, et comme toujours cela demande des efforts pour être réalisé. L'offre de services de gestion tripartie propose déjà l'intraopérabilité au sein d'Euroclear. Il y a deux filières de règlement et il y a une interopérabilité avec LCH.Clearnet SA. Ce concept est au cœur de l'offre de place.

Ce projet, qui a demandé beaucoup d'efforts et beaucoup d'investissements, est en excellente voie. Il sera ouvert complètement dans toutes ses composantes à l'automne. Ce projet est naturellement très important mais il n'est pas suffisant au sens où il demeure des actions complémentaires à mener.

II. Les actions complémentaires nécessaires

a) La relance de la titrisation

Commençons par la titrisation, technique permettant de mobiliser des stocks de collatéral au bilan des banques. Cette mobilisation se fait déjà auprès de l'Eurosystème mais nous pouvons imaginer des améliorations et, à cet égard, la mobilisation des créances privées

dans les opérations de marché est un enjeu important.

La crise a donné un coup de frein brutal au développement de la titrisation. L'évolution négative des émissions et de l'encours d'actifs titrisés aux États-Unis et en Europe est un phénomène mondial, l'activité sur le marché primaire et la liquidité sur le marché secondaire ont fortement chuté. La maturité des émissions a baissé, tandis que la part des émissions conçues exclusivement pour être refinancées auprès des Banques centrales s'est accrue. La titrisation est particulièrement utile mais, nous l'observons, le contexte conjoncturel est difficile. Il convient donc d'encourager les initiatives qui contribuent à la relancer sur de nouvelles bases plus simples, plus sûres et plus transparentes.

Le diagnostic très largement partagé est que la titrisation telle qu'elle a été pratiquée jusqu'à la crise souffrait de déficiences importantes. C'est une technique qui a joué un rôle de déclenchement et de propagation de la crise, dans la mesure où elle a conduit à utiliser à grande échelle des produits complexes adossés à des actifs de qualités diverses, au risque mal évalué. Ces produits étaient souscrits par des investisseurs qui étaient incités à s'appuyer sur des agences de rating, lesquelles étaient exposées à des conflits d'intérêts. Ce n'est qu'un résumé, mais le diagnostic tourne autour de ces points. Cela ne veut pas dire que la titrisation n'est pas une technique utile, au contraire. L'objectif aujourd'hui est de la relancer sur des bases plus simples, plus sûres, plus transparentes et aussi moins coûteuses. De ce point de vue, une série d'initiatives particulièrement importantes ont été lancées. D'un côté, il y a des travaux en cours au Comité de Bâle, de l'autre, des initiatives ont été prises par l'Eurosystème pour continuer à accroître la transparence des actifs titrisés. Nous avons mis en place un portail géré par le secteur privé pour que l'information sur les actifs sous-jacents apportés en collatéral soit accessible. Il existe également des initiatives de la part des professionnels de marché pour développer des labels. Ces actions positives ont pour but de promouvoir les bonnes pratiques. Également, comme vous le savez, nous avons lancé, avec les principaux acteurs de la place, un projet de titrisation des créances

privées. Il vise fondamentalement à mieux exploiter les gisements de créances privées des acteurs financiers au sein de l'Eurosystème, mais aussi dans le cadre des transactions de marché, en essayant de favoriser l'investissement. Le concept est d'utiliser un véhicule commun aux établissements de la Place, avec un compartiment par établissement. Ce véhicule émettra des titres adossés à ces créances privées et ces titres pourront être utilisés comme collatéral pour les transactions bilatérales entre établissements de crédit et sont appelés à être éligibles au refinancement Eurosysteme. Ce projet ambitieux mobilise également les capacités d'évaluation de la Banque pour sélectionner les créances sous-jacentes. C'est un projet très avancé au sens où nous sommes entrés dans les détails concrets. L'ambition est de pouvoir procéder à une première émission au mois d'octobre ou de novembre de cette année. C'est un projet important qui est de nature à faire des émules au-delà de nos frontières, c'est déjà le cas, et à élargir le pool de collatéral disponible qui pourra être mobilisé par les différents acteurs du marché et auprès des différents acteurs du marché.

b) La maîtrise des risques

L'autre volet en termes d'actions nécessaires, c'est la maîtrise des risques. Comme toujours en finance, lorsque vous réduisez un risque, d'autres apparaissent. Globalement nous avons l'ambition de réduire le montant total du risque. Le développement de la collatéralisation réduit le risque de crédit mais contribue à introduire dans le système financier de nouvelles sources de risque ou de nouveaux vecteurs de transmission de chocs et de contagion, du simple fait des liens entre les acteurs, car ces derniers renforcent leurs liens à travers leurs actions de collatéralisation. Cela peut accroître la pro-cyclicité du système financier en provoquant des effets de falaise, lorsqu'il y a des mouvements de marché importants. L'impact sur la valorisation du collatéral peut être important également. Les appels de marge peuvent augmenter brutalement. La chaîne de traitement a tendance à s'allonger et à se complexifier, par conséquent les risques opérationnels augmentent. Autre aspect, avec le développement des opérations sécurisées, la part des opérations en blanc est

Conclusion (fin)

réduite et cela est de nature à complexifier également les mécanismes de résolution.

Par conséquent, pour bien adapter l'offre de services à la demande et pour faire en sorte que le développement de la collatéralisation ait un impact positif sur le fonctionnement du système financier, il est important de gérer les risques associés, à la fois sur le plan individuel des établissements et sur le plan collectif du système. Chaque institution et chaque régulateur regardent cela de près. Ainsi le premier axe est l'amélioration de la transparence des marchés, avec la perspective de développer des entrepôts de données pour les opérations de repo et de prêts de titres. Le deuxième axe est l'accroissement de la traçabilité du colla-

téral et des transactions. Enfin, le troisième axe, qui est dans le champ des régulateurs, est l'impact potentiel en matière d'évolution de la demande de collatéral. Il conviendra d'être vigilant sur l'impact cumulatif.

Enfin, nous avons les travaux engagés ayant pour but de bien analyser et de cadrer les risques liés à la réutilisation du collatéral. Rappelons que le problème central posé par la hausse structurelle et durable de la demande de collatéral, c'est sa distribution. L'industrie financière a su réagir significativement en proposant de nouveaux services. Nous pouvons nous féliciter du dynamisme de la place de Paris et de ses acteurs pour leur engagement dans la gestion tripartite du collatéral. ■

Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél.: 01 48 00 52 01
Fax: 01 48 00 50 48

Directeur de Publication: Marcel Roncin
Rédacteur en chef: Marcel Roncin
Comité de rédaction: Aurexia
Réalisation: Café Noir

*Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association:*
www.afti.asso.fr

ISSN en cours