

## Le collatéral : pour un développement maîtrisé

*La crise financière a fortement amplifié la demande d'actifs susceptibles d'être apportés en garantie (comme « collatéral ») dans le cadre d'opérations de marché.*

*Cette évolution est le résultat, d'une part, d'un comportement moins tolérant des acteurs des marchés financiers à l'égard du risque de contrepartie et, d'autre part, d'incitations réglementaires.*

*Pour faire face à une demande toujours en forte croissance d'actifs apportés en garantie, les acteurs des marchés sont confrontés à un double défi : développer le gisement d'actifs disponibles et mettre en place des outils de gestion et des procédures opérationnelles pour utiliser au mieux ce gisement.*

*Ce focus présente ces nouveaux besoins, les problèmes de disponibilité qu'ils soulèvent et les moyens mis en œuvre par les acteurs des marchés pour y faire face, en particulier sur la Place de Paris.*

### ■ Le collatéral : une assurance contre le risque de défaut

1

Les transactions sur les marchés financiers sont exposées au risque de défaut de l'une des contreparties en raison, notamment, de la dégradation de sa situation de liquidité ou de solvabilité. Pour se prémunir contre ce risque, du collatéral, sous forme d'actifs financiers (titres, créances ou espèces par exemple), peut être remis en garantie. En cas de défaillance de l'une des parties à la transaction, sa contrepartie a le droit de conserver les actifs remis en collatéral afin de procéder à leur liquidation et couvrir ainsi la perte financière subie. Cette pratique s'applique aujourd'hui à un champ très large de transactions financières, et implique tous les acteurs des marchés, publics et privés : banques centrales, infrastructures des marchés financiers<sup>1</sup>, institutions financières et non financières.

Le profil de risque des actifs communément acceptés comme collatéral se caractérise par un niveau élevé de qualité de crédit et de liquidité. Des mesures de gestion du risque sont également définies pour encadrer les conditions dans lesquelles ces actifs sont acceptés en garantie. En particulier, des décotes sont généralement appliquées sur ces actifs pour intégrer le risque de pertes résiduelles en cas de liquidation dans des conditions de marché défavorables. Dans l'éventualité où la valeur des garanties initiales deviendrait insuffisante pour une couverture adéquate du risque de crédit, le bénéficiaire des garanties peut procéder à des appels de marge, et donc demander le versement de garanties supplémentaire (titres, créances ou espèces).

<sup>1</sup> Une infrastructure des marchés financiers désigne un système multilatéral, utilisé aux fins de la compensation, du règlement ou de l'enregistrement des paiements ou du dénouement (règlement-livraison) de transactions sur instruments financiers au comptant ou dérivés. Il réunit les établissements participants, l'opérateur du système et le cas échéant un ou plusieurs agents de règlement.

### L'utilisation du collatéral au quotidien

Tout octroi de crédit intra-journalier ou à terme par une banque centrale de l'Eurosystème doit être garanti par des actifs figurant dans une liste prédéfinie.

Les infrastructures des marchés financiers, dès lors que leur fonctionnement peut être source d'un risque de crédit, doivent couvrir les expositions de leurs participants au moyen de collatéral. Ce sera notamment le cas pour les systèmes de paiement ou de règlement de titres à règlement net différé, qui en cas de défaut de l'un de leurs participants et pour continuer à assurer le règlement des opérations, disposent généralement d'un fonds de garantie constitué par leurs participants. Ce sera également le cas quand une chambre de compensation (central counterparty – CCP) est contrepartie de la transaction. Compte tenu de leur rôle central en termes de gestion du risque de contrepartie, les CCP ont développé des mécanismes de gestion de ce risque qui s'appuient sur le collatéral que leurs membres compensateurs doivent leur apporter, sous forme de marges individuelles et aussi en contribuant à un fonds de défaut mutualisé.

La pratique de marché peut conduire également à l'utilisation de collatéral, au choix des parties, pour sécuriser les financements :

- dans le cadre d'opérations de prêts interbancaires, l'apport de collatéral permet au prêteur de limiter son exposition aux pertes en cas de défaut du débiteur et de disposer immédiatement d'un actif de remplacement ;
- les obligations sécurisées émises par les établissements bancaires et souscrites par des investisseurs répondent également à une logique de mobilisation de collatéral. Elles permettent le recours à un ensemble d'actifs (généralement des prêts immobiliers ou au secteur public) qui sécurise l'obligation si l'émetteur devient insolvable, conférant à son détenteur un privilège légal sur ce portefeuille d'actifs (cf. infra) ;
- dans le cadre des transactions sur les produits dérivés, même quand celles-ci ne sont pas négociées sur un marché organisé et ne font pas l'objet d'une compensation, les parties à la transaction peuvent également choisir de mobiliser du collatéral. Dans ce cas, l'échange de collatéral permet aux deux parties de couvrir le risque de remplacement en assurant le maintien des termes financiers du contrat, même dans le cas du défaut de l'une des contreparties.

2

## Enjeux liés à la disponibilité du collatéral : un risque de pénurie ?

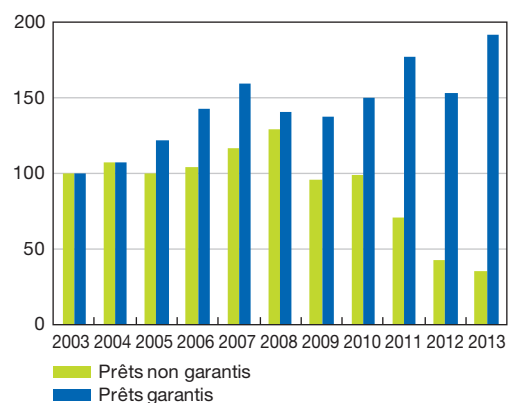
La demande de collatéral a augmenté

### Une hausse de la demande de protection contre le risque de contrepartie

Depuis 2007, cette hausse s'est traduite par un recours accru aux financements sécurisés tant pour les prêts de court terme que de long terme. Ainsi, concernant les financements sécurisés de court terme, le marché interbancaire des opérations de pension-livrée (*repos*) en euros a progressé depuis 2009 de 39,6 % alors que les prêts « en blanc », c'est-à-dire sans garantie, ont connu une évolution contraire (cf. graphique 1). Parallèlement, le recours des établissements de crédit au refinancement accordé par l'Eurosystème s'est fortement accru pour pallier l'assèchement du financement obtenu sur le marché et se prémunir contre tout risque de liquidité.

**Graphique 1 – Prêts sécurisés et en blanc, volume journalier moyen**

(indice 100 : 2003)



Source : BCE, Euro Money Market Survey, novembre 2013.

S'agissant des financements de long terme des banques, une progression significative des émissions d'obligations dites « sécurisées »<sup>2</sup> (*covered bonds*) a été observée (+ 73,4 % entre 2003 et 2013). Cette tendance déjà perceptible avant la crise, s'est accentuée à partir de 2008, essentiellement sur le marché euro avec toutefois des disparités entre les pays européens (cf. graphique 2).

### De nouvelles exigences réglementaires

Outre la tendance marquée et endogène des marchés à privilégier les financements sécurisés, de nouvelles exigences réglementaires vont venir augmenter la demande de collatéral.

### Les exigences réglementaires portant sur les produits dérivés de gré à gré

Lors du sommet du G20 de Pittsburgh en septembre 2009, différentes initiatives ont été prises afin d'améliorer le fonctionnement du marché de gré à gré des produits dérivés qui, jusqu'alors opaque, avait permis des prises de risque excessives et renforcé les effets de contagion entre les participants. Outre des exigences accrues en termes de transparence, la réforme des marchés des dérivés, qui vise une meilleure maîtrise de la gestion du risque s'articule autour de deux axes principaux :

- le recours obligatoire à la compensation centrale (auprès d'une CCP) pour les produits dérivés standardisés ;
- la définition réglementaire d'exigences de marges pour les produits dérivés non standardisés.

Aux États-Unis et en Europe, ces réglementations sont édictées respectivement par la loi Dodd-Frank et par le règlement européen du 4 juillet 2012, dit EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. Ces réformes, dont la mise en œuvre est actuellement en cours, devraient conduire à une augmentation de la demande de collatéral de très bonne qualité.

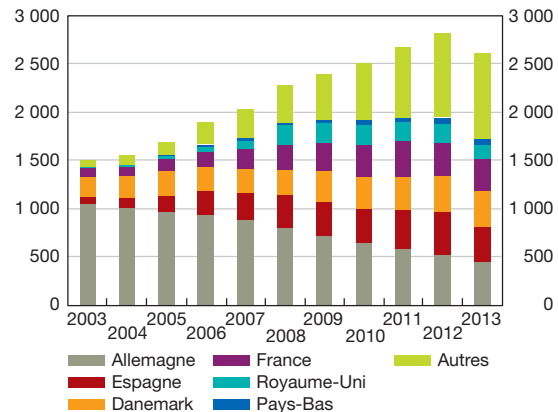
### Les nouvelles exigences réglementaires en matière de liquidité définies par la réglementation « Bâle III »

Ces réformes renforcent la maîtrise du risque de liquidité bancaire par la création de deux ratios – le *liquidity coverage ratio* (LCR) sur un mois et le *net stable funding ratio* (NSFR) sur un an – en imposant aux banques de disposer d'une réserve d'actifs liquides suffisante pour faire face à une crise de liquidité importante sur la période considérée.

Le Comité sur le système financier mondial (*Committee on the Global Financial System – CGFS*) estime que ces nouvelles réglementations devraient accroître la demande de collatéral de quelque 4 000 milliards de dollars<sup>3</sup>.

### Graphique 2 – Obligations sécurisées, encours en Europe

(en milliards d'euros)



Source : Houben (A.) et Willem Slingenbergh (J. W.), Revue de la stabilité financière de la Banque de France n° 17, avril 2013.

<sup>2</sup> Les obligations sécurisées sont des titres obligataires à taux fixe émis par une institution financière pour refinancer des créances, généralement des prêts immobiliers ou au secteur public. Souvent régies par une loi nationale, elles offrent un système de protection particulier, à savoir le recours à un ensemble d'actifs qui couvre ou sécurise l'obligation si l'émetteur devient insolvable, donnant à ses détenteurs un privilège légal sur ce pool d'actifs. Ces titres de créance sont très attractifs étant donné leur faible niveau de risque et sont souvent notés AAA par les agences de notation.

<sup>3</sup> Rapport du Committee on the Global Financial System n° 49, « Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets », mai 2013. Cf. <http://www.bis.org/publ/cgfs49.pdf>, p. 1, « Selon les estimations actuelles, l'impact combiné de la réglementation en matière de liquidité et des réformes visant les dérivés de gré à gré entraînerait une demande supplémentaire de collatéral de l'ordre de 4 000 milliards de dollars » (soit environ 3 100 milliards d'euros).

## Les nouveaux régimes de résolution bancaire

Les principes posés au niveau international par le Comité de stabilité financière (*Key attributes for effective resolution regimes*) et au niveau européen par la directive sur la résolution bancaire (2014/59/EU) excluent tout instrument collatéralisé du champ des passifs qui peuvent absorber les pertes en cas de défaillance d'une banque (*bail-in*). De ce fait, une demande plus forte des investisseurs pour des titres sécurisés réputés plus sûrs devrait être observée à terme. En effet, l'avantage des passifs collatéralisés en termes de coût devrait s'accroître, d'autant plus si la réglementation obligeait les banques à émettre des titres supplémentaires non collatéralisés et subordonnés pour absorber les pertes d'une banque en résolution.

## Une offre abondante mais inégalement distribuée

Cet accroissement de la demande de collatéral nourrit des craintes de pénurie du collatéral. Ce risque apparaît néanmoins peu réaliste, au niveau mondial, compte tenu de l'abondance de l'offre <sup>4</sup>. En effet, le volume des émissions obligataires de toute nature (souveraines, privées et obligations sécurisées) a augmenté de 51,5 % par rapport à 2008 <sup>5</sup>.

Toutefois, les situations sont variables en fonction des pays considérés : ainsi, l'existence d'une offre suffisante de collatéral peut se poser dans les pays où l'encours d'obligations d'État est restreint ou lorsque les obligations d'État sont jugées risquées par les participants de marché. Par ailleurs, une fragmentation pourrait également être observée entre acteurs économiques, les assureurs et gestionnaires d'actifs étant structurellement détenteurs d'actifs de très bonne qualité <sup>6</sup>, alors que les entreprises non financières qui peuvent avoir recours aux produits dérivés, notamment pour des besoins de couverture du risque, en sont souvent dépourvues. Afin de pallier l'inégalité de la distribution du collatéral de bonne qualité entre ou au sein des pays, les banques centrales – et notamment l'Eurosystème – ont donc, au fil des années de crise, mis en place des facilités de financement spécifiques ou assoupli leurs règles d'éligibilité, augmentant ainsi le nombre d'actifs pouvant être acceptés en garantie.

4

## ■ Les réponses pour faire face aux besoins croissants en collatéral

### Les acteurs privés et les autorités publiques européennes œuvrent au renforcement des dispositifs de gestion du collatéral

Leurs actions portent sur trois axes principaux : l'élargissement du gisement de collatéral, sa transformation et l'optimisation de sa gestion.

#### L'élargissement du gisement de collatéral : la titrisation des créances aux entreprises

Pour une banque, la titrisation constitue, au départ, un moyen de sortir des créances de son bilan, mais ce mécanisme permet également d'augmenter le gisement de collatéral. Les banques centrales souhaitent, en effet, faciliter l'utilisation de crédits de bonne qualité comme garantie dans les opérations de marché. Ainsi, la Banque de France a suscité et soutenu la constitution par des établissements financiers établis à Paris d'un véhicule de titrisation simple <sup>7</sup>, sûr et transparent afin de mobiliser les crédits accordés aux entreprises comme collatéral sur le marché interbancaire et de faciliter ainsi leur refinancement. Une première opération de titrisation a eu lieu le 11 avril 2014 pour un montant de 2,65 milliards d'euros.

<sup>4</sup> Rapport du CGFS n° 49, op. cité.

<sup>5</sup> Source Dealogic.

<sup>6</sup> Cependant, leur gestion conservatrice des risques se traduit par de faibles volumes de prêts portant sur ce collatéral de haute qualité rapportés au stock détenu par ces entités (de l'ordre de 20 % selon l'International Securities Lending Association), mais ce pourcentage peut être beaucoup plus important quand on le rapporte au stock d'obligations ou au stock de collatéral de haute qualité.

<sup>7</sup> Ce véhicule de titrisation est dit « non-déconsolidant » (les actifs titrisés restent au bilan de l'émetteur) et constitue un outil de refinancement des créances concernées.

## La transformation du collatéral

Les intermédiaires financiers ont également développé des activités de transformation de collatéral, en permettant l'échange d'actifs non éligibles contre des actifs répondant aux exigences d'éligibilité des différentes catégories de preneurs de collatéral. Cette activité de transformation s'appuie sur des opérations classiques de *repo* ou de prêt-emprunt de titres, encadrées par des conventions-cadres de marché. Si ces activités ne sont pas nouvelles, elles font aujourd'hui l'objet d'un usage accru.

## L'optimisation de la gestion du collatéral

### La gestion tripartite

Les services de gestion tripartite permettent depuis plusieurs années une optimisation de la gestion du collatéral entre deux contreparties par l'intervention d'une tierce partie – ce rôle est tenu traditionnellement en Europe par un dépositaire central de titres national (*central securities depository* – CSD) ou international (ICSD) et aux États-Unis par une banque dépositaire. Cet agent tripartite intervient pour le compte des deux contreparties se chargeant de sélectionner pour le compte du prêteur les actifs disponibles au sein du panier de titres constitué par l'emprunteur ; cet agent réalise également une optimisation permanente des actifs sélectionnés avec substitution dynamique du collatéral tout au long de la durée de vie du *repo* par d'autres titres appartenant au même panier. Pour l'emprunteur, ce service présente l'avantage de centraliser ses titres au sein d'un panier d'actifs pouvant être utilisés comme garanties auprès de toutes ses contreparties. Pour le prêteur, l'intervention d'un agent tripartite lui assure que des actifs répondant à ses exigences de qualité lui sont remis en garantie, sans avoir à supporter la charge opérationnelle de leur sélection et de leur traitement.

L'intervention d'une chambre de compensation permet de sécuriser davantage ces transactions, en faisant de la CCP la contrepartie unique de chacune des transactions et en faisant reposer la gestion des risques de ces transactions sur un dispositif cogéré avec la contrepartie centrale.

La place de Paris a lancé récemment un service intégré de gestion tripartite des opérations de *repo*, appelé €GC Plus. Il repose sur l'utilisation du système de gestion du collatéral (Autoselect) du dépositaire central de titres Euroclear et propose une solution de compensation des opérations via la CCP LCH.Clearnet SA. De plus, ce service offre la possibilité de bénéficier des facilités de refinancement en monnaie de banque centrale auprès de la Banque de France.

### Les services d'administration centralisée

De nouveaux services sont développés par les ICSD (notamment les groupes Euroclear et Clearstream avec leurs offres respectives *Collateral Highway* et *Liquidity Hub Connect*) ou par les teneurs de comptes-conservateurs qui visent à offrir à leurs clients la vision la plus globale possible des titres dont ils disposent, quelle que soit la localisation de ces actifs. Cette vision centralisée des actifs détenus auprès de plusieurs conservateurs et CSD permet ainsi aux banques de rendre opérationnellement fongibles des portefeuilles d'actifs épars, évitant ainsi le maintien de poches d'actifs fragmentées et sous-utilisées.

### Mise en place de Target2-Securities

À l'image de TARGET2 pour les paiements en euro de gros montant, Target2-Securities (T2S) est une initiative de l'Eurosystème qui consiste à mettre à la disposition de la communauté financière une plate-forme technique unique pour le règlement-livraison des transactions sur titres en temps réel et en monnaie de banque centrale, activité aujourd'hui assurée par les systèmes des différents CSD. Cette plate-forme unique concourt à l'harmonisation des règles du règlement-livraison en Europe, permettant ainsi aux transactions sur titres transnationales d'être dénouées dans des conditions d'efficacité et de sécurité identiques à celle d'un marché domestique. La mise en production de T2S en 2015 devrait ainsi simplifier et renforcer l'efficacité des procédures d'échange de collatéral.

## La maîtrise des risques liés aux nouveaux services de gestion du collatéral est nécessaire

En multipliant les interconnexions entre acteurs de marché, ces nouveaux services créent de nouveaux risques opérationnels liés aux dysfonctionnements des systèmes informatiques ou des contrôles internes. En outre, l'accroissement du nombre d'opérations, lié à une plus grande mobilité du collatéral, peut contribuer à accroître la pro-cyclicité<sup>8</sup> du système financier.

Plus spécifiquement, les opérations de transformation de collatéral, qui conduisent à réallouer les actifs entre participants de marché, peuvent aussi contribuer à renforcer les interconnexions entre les acteurs. D'autres pratiques, telles que la réutilisation du collatéral, contribuent également à compliquer, notamment en période de tension, la gestion du risque en raison de droits concurrents sur les mêmes actifs réutilisés dans des opérations de collatéralisation successives. En effet, en cas de défaut de l'intervenant de marché qui a reçu puis réutilisé ce collatéral ou encore du récipiendaire final, le titre remis en collatéral n'est plus disponible pour le ou les prêteur(s) intermédiaire(s) ni pour son détenteur initial, engendrant éventuellement un problème d'adéquation entre la valeur de marché de l'opération et la valeur du collatéral effectivement disponible. Selon une étude récente de l'ESRB, 94 % du collatéral remis sous forme de titres et reçu par les banques serait éligible pour une réutilisation. L'étude montre que le collatéral reçu par les banques est réutilisé en moyenne une fois. Les pratiques de transformation comme de réutilisation du collatéral doivent donc être soigneusement encadrées.

## Des initiatives internationales sont en cours pour limiter ces risques, notamment ceux liés à la réutilisation du collatéral

Dans le cadre des travaux du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*)<sup>9</sup> sur le renforcement de la régulation du marché du prêt de titres et du *repo*, des propositions sont faites prévoyant que les intermédiaires financiers aient des obligations renforcées de transparence vis-à-vis de leurs clients et des régulateurs quant au montant de collatéral réutilisé et à la façon dont le collatéral est détenu (par exemple dans des comptes distincts).

Les principes révisés CPSS-IOSCO<sup>10</sup> (Principes pour les infrastructures des marchés financiers – PFMI) ont renforcé le cadre normatif applicable aux actifs financiers apportés comme collatéral en accroissant notamment les obligations de ségrégation et de portabilité du collatéral fourni par les clients<sup>11</sup>.

Enfin, s'agissant plus spécifiquement des exigences de marge s'appliquant aux dérivés non compensés centralement, les travaux BCBS/IOSCO<sup>12</sup> prévoient que la réutilisation des marges initiales destinées à couvrir le risque de contrepartie sera spécifiquement encadrée et limitée à une seule occurrence.

6

<sup>8</sup> La pro-cyclicité peut s'expliquer ainsi : en période de stress, la fluctuation du prix des actifs et/ou l'augmentation des décotes appliquées au collatéral échangé dans le cadre de transactions collatéralisées engendre une augmentation des appels de marge des opérations collatéralisées, qui se traduit par une hausse de la demande de collatéral. Celle-ci ne peut être satisfaite que par des emprunts de titres (si le collatéral échangé initialement s'est fait sous forme de titres) ou par des ventes de titres (si le collatéral échangé initialement s'est fait sous forme de cash), ce qui renforce la baisse du prix des actifs etc.

<sup>9</sup> Financial Stability Board, [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_130829b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf).

<sup>10</sup> Committee on Payments and Settlements Systems (*Comité sur les systèmes de paiement et de règlement*) – International Organization of Securities Commissions (*Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières*).

<sup>11</sup> Voir Focus Banque de France n° 7 « Infrastructures des marchés financiers : un nouvel environnement normatif pour une sécurité renforcée », mai 2012, <https://banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>.

<sup>12</sup> Basel Committee on Banking Supervision (*Comité de Bâle sur le contrôle bancaire*)/International Organization of Securities Commissions, <http://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf>.