



Juillet 2018

Ratio de levier et compensation centrale pour compte de tiers

Document de réflexion

AUTEURS

Samira BOURAHLA, Émilie FIALON (BANQUE DE FRANCE),
Alexandre GARCIA, Aurélien VIOLON (ACPR)



SYNTHÈSE

Lors de la consultation du Comité de Bâle sur le standard révisé du ratio de levier, lancée en avril 2016, la profession avait signalé les possibles effets indésirables de la mise en œuvre du ratio sur la capacité des adhérents compensateurs à continuer de proposer des services de compensation par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale (*central counterparty clearing house* – CCP) pour compte de tiers. La profession contestait principalement le fait que le ratio de levier, en vertu du principe de son insensibilité au risque, ignore l'effet réducteur de risque des marges initiales reçues par les banques de la part de leurs clients dans le cadre d'opérations sur dérivés réalisées *via* des chambres de compensation. En conséquence, plusieurs réponses à la consultation plaidaient, notamment, pour déduire ces marges du dénominateur du ratio de levier.

Dans l'accord finalisé de Bâle III, publié en décembre 2017¹, le Comité a maintenu inchangées les modalités de calcul des dérivés dans le ratio de levier, tout en incluant dans le texte une clause de revue en janvier 2019 visant à analyser l'impact du ratio de levier sur l'activité de compensation centrale pour compte de tiers. Les éventuels effets dissuasifs du ratio pourraient en effet entrer en conflit avec l'obligation de compensation par contrepartie centrale des transactions sur produits dérivés standardisés fixée par le G20 de Pittsburgh de septembre 2009 et mise en œuvre en Europe par le règlement EMIR² et aux États-Unis par le *Dodd-Frank Act*³.

Si l'absence de reconnaissance de l'effet réducteur de l'assiette du ratio de levier des marges initiales est conforme à l'objectif de compléter le ratio de solvabilité par une mesure non sensible au risque, la pénalisation de l'activité de compensation centrale pour compte de tiers peut entraîner des risques pour la stabilité financière qu'il convient d'analyser. En effet, l'arrêt par certains acteurs de la compensation pour compte de tiers aurait pour corollaire une concentration accrue de l'activité au sein d'un nombre restreint d'adhérents compensateurs, ce qui réduirait les possibilités de reprise des expositions sur clients (portabilité) par un adhérent compensateur en cas de défaillance d'un autre adhérent compensateur. Par ailleurs, il existe une pression nouvelle pour élargir à des acteurs non bancaires une forme de participation directe aux CCP, ce qui soulève des interrogations à la fois sur le respect de la réglementation prudentielle et l'évolution du profil de risque des CCP. En tout état de cause, un élargissement – limité à certaines entités régulées – ne pourrait s'envisager sans être accompagné d'un dispositif adéquat d'encadrement et de maîtrise des risques.

Ce document de réflexion a pour objectif d'initier les débats sur l'impact potentiel sur l'activité de compensation pour compte de tiers de l'absence de reconnaissance, dans le ratio de levier, des marges initiales reçues par les adhérents compensateurs de la part de leurs clients dans le cadre d'opérations sur dérivés. Il ouvre les pistes pour une révision des modalités de calcul du ratio de levier, afin de reconnaître l'effet réducteur de risque des marges initiales reçues.

¹ Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: Finalising post-crisis reforms*, Décembre 2017.

² Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.

³ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 2010.

SOMMAIRE

4	Introduction : Qu'est-ce qu'un adhérent compensateur ?
5	Cadre réglementaire : traitement des dérivés dans le ratio de levier et exigences de compensation par contrepartie centrale
5	1 Le ratio de levier
5	2 Le traitement prudentiel des dérivés dans le ratio de levier
7	3 La clause de revue relative à la prise en compte des marges initiales
7	4 Les obligations réglementaires de compensation centrale
9	Évolutions récentes sur le marché de la compensation pour compte de tiers (<i>client clearing</i>)
9	1 Évolutions de l'offre de compensation pour compte de tiers
11	2 Développement de nouveaux modèles (le « <i>sponsored clearing</i> »)
13	3 Rôle du ratio de levier dans ces évolutions
14	Impact prudentiel de ces évolutions
14	1 Le traitement du <i>sponsored clearing</i> dans le ratio de levier
14	2 Risques pour la stabilité financière
17	Options envisageables pour le traitement réglementaire des marges initiales des adhérents compensateurs au titre du ratio de levier
17	Option 1 – Reconnaissance pure et simple des marges initiales provenant des clients
17	Option 2 – Reconnaissance limitée au montant de marges initiales qui ne peuvent pas être réutilisées par l'adhérent compensateur (par exemple marges ségréguées d'une manière qui empêche la réutilisation ou marges transmises à un tiers, CCP ou dépositaire)
18	Autres aspects techniques
20	Conclusions

Introduction

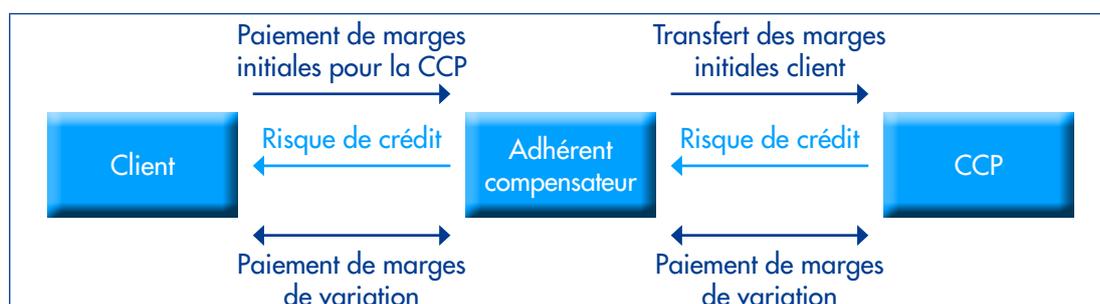
Qu'est-ce qu'un adhérent compensateur ?

À la suite de la crise de 2008, les membres du G20 ont souhaité renforcer les incitations à la compensation centrale afin de réduire le risque de contrepartie entre acteurs du système financier, notamment en la rendant obligatoire pour les contrats dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) standardisés et liquides. Le mécanisme de la compensation centrale fait appel à une contrepartie centrale (*central counterparty clearing house* – CCP, qui s'interpose entre les acteurs à une transaction et devient leur unique contrepartie (principe de novation). La CCP concentre ainsi le risque de contrepartie.

Les acteurs traitant directement avec les CCP sont appelés « **adhérents compensateurs** » (*clearing members*). Leur adhésion à la CCP implique un certain nombre d'exigences d'ordre financier, qui visent à réduire le risque porté par la CCP : contribution à un

fonds de garantie, versement de marges (initiales et de variation) quotidiennes, reprise des positions d'un acteur défaillant (portabilité). Ces contraintes exigeant liquidité et robustesse financière, les adhérents compensateurs sont généralement des établissements financiers de taille importante, en particulier des banques.

Il existe deux catégories d'adhérents : les compensateurs individuels, qui agissent pour leur compte propre, et les adhérents compensateurs généraux agissant pour le compte de leurs clients. Ainsi, les adhérents compensateurs peuvent fournir à leurs clients qui souhaitent traiter sur des dérivés compensés un **service de compensation pour compte de tiers (*client clearing*)**. Dans ce schéma, l'adhérent compensateur servira d'intermédiaire entre son client et la CCP, tout ou partie des flux financiers (marges, règlements) transitant par lui.



Cadre réglementaire : traitement des dérivés dans le ratio de levier et exigences de compensation par contrepartie centrale

1 Le ratio de levier

Avec le ratio de levier, introduit dans Bâle III (décembre 2010), le Comité de Bâle a souhaité compléter le ratio de solvabilité, qui rapporte les fonds propres de catégorie 1 (*Tier 1*) des banques à leurs expositions pondérées en risque, par une mesure simple poursuivant deux objectifs principaux : i) contrôler l'augmentation de la taille des bilans bancaires et ii) réduire le risque de modèle lié au calcul des pondérations dans le ratio de solvabilité (fonction de « *filet de sécurité* »).

Le calcul du ratio de levier, qui rapporte les fonds propres *Tier 1* au total du bilan et du hors bilan, est fondé en large partie sur les données comptables, auxquelles sont appliqués certains retraitements prudentiels afin d'éliminer ou d'atténuer des différences dans les règles comptables (principalement entre les normes internationales IFRS et les normes américaines – US GAAP). Dans son principe, ce ratio est insensible aux risques (contrairement au ratio de solvabilité) et ne tient compte, par conséquent, d'aucune technique de réduction du risque de crédit.

Introduit ⁴ d'abord en pilier 2 ⁵, le ratio de levier est devenu au niveau international une norme de pilier 1 ⁶ en 2018 ⁷ avec un calibrage de 3 % auquel sera ajoutée une surcharge pour les banques systémiques. Depuis 2015, il fait l'objet d'une publication par les banques.

$$\text{Ratio de levier} : \frac{\text{Fonds propres Tier 1}}{\text{Expositions bilan et hors bilan}} \geq 3 \%$$

2 Le traitement prudentiel des dérivés dans le ratio de levier

Aujourd'hui, dans le ratio de levier, les dérivés sont calculés à partir de la méthode de l'exposition courante (*current exposure method* – CEM), utilisée également pour le calcul du ratio de solvabilité, qui correspond au coût de remplacement de l'exposition (*replacement cost* – RC), auquel est ajouté une mesure du risque de contrepartie (la valeur potentielle future – *potential future exposure* – PFE) constituée d'une fraction de la valeur notionnelle.

Dans le cadre des modifications relatives à la finalisation de Bâle III, la méthode de l'exposition courante a été remplacée par

⁴ Il est en vigueur en Europe depuis 2014 avec l'entrée en vigueur du règlement concernant les exigences prudentielles (*Capital requirement regulation* – CRR).

⁵ Dont le calibrage est spécifique à chaque banque.

⁶ Dont le calibrage s'impose de la même manière pour toutes les banques.

⁷ En Europe, le passage en pilier 1 sera effectif dès l'adoption du règlement révisé concernant les exigences prudentielles (CRR2).

la nouvelle méthode standard du risque de contrepartie (*standardised approach to counterparty credit risk – SA-CCR*), à la structure RC + PFE similaire et qui devrait s'appliquer au ratio de solvabilité dès l'entrée en vigueur, dans l'Union européenne, du règlement révisé concernant les exigences prudentielles (CRR2).

Les méthodes CEM et SA-CCR ont toutefois été adaptées aux principes du ratio de levier, de sorte que les collatéraux ne sont pas autorisés à réduire l'exposition. En effet, les marges initiales, en ce qu'elles peuvent être réutilisées par les adhérents compensateurs, constituent une source potentielle de levier. Même si, concernant les relations entre les adhérents compensateurs et leurs clients, peu d'informations sont disponibles – ces relations étant régies par un contrat dont les termes ne sont connus que par les parties prenantes – la réutilisation du collatéral est possible en théorie en Europe, sur le fondement de la directive sur les garanties financières⁸. Cette dernière conditionne ce droit à l'accord du constituant (dans le cas d'espèce du client) et à l'obligation du preneur de collatéral de reverser au constituant un collatéral équivalent. À cet égard, au niveau européen, la ségrégation telle qu'elle est prévue à l'article 39 du règlement EMIR ne fait pas obstacle à la réutilisation du collatéral.

Une exception est prévue pour les marges de variation en espèces, qui peuvent réduire le coût de remplacement sous certaines conditions. En effet, le versement de la marge de variation en espèces peut être considéré comme un « pré-paiement » qui remet à zéro l'exposition liée à la valeur de marché de la position. C'est pourquoi l'exposition sur le dérivé peut être réduite à hauteur de cette marge.

Par ailleurs, dans le cas où le collatéral reçu au titre des marges initiales est comptabilisé en actifs au bilan – ce qui est en général le cas des espèces (compte de trésorerie), mais peut également être le cas des titres selon certains standards comptables – ce collatéral entre dans le calcul du dénominateur du ratio de levier. Lorsque ce collatéral est réutilisé, et s'il reste comptabilisé en actifs au bilan de l'établissement, il est également inclus au dénominateur du ratio de levier.

En outre, un traitement spécifique⁹ existe, permettant aux adhérents compensateurs agissant pour compte de tiers d'exclure leurs expositions liées aux produits dérivés sur la CCP du dénominateur du ratio de levier. Cette dérogation ne peut être obtenue que si l'adhérent compensateur n'est pas tenu contractuellement de rembourser le client pour les pertes dues à un défaut de la CCP. Au niveau européen, cette dérogation a été reprise et étendue aux opérations de type pension livrée (« *repo* »), prêt-emprunt de titres et assimilés (« *securities financing transactions* »)¹⁰. La question d'une éventuelle revue du calcul du ratio de levier applicable aux adhérents compensateurs se pose donc au niveau des expositions sur les clients uniquement et lorsque l'adhérent compensateur apporte à la CCP une garantie de bonne fin des positions de ses clients.

Suite aux demandes de la profession, le Comité de Bâle a décidé d'étudier plus avant l'impact potentiel du ratio de levier sur l'activité des adhérents compensateurs. À cet égard, le remplacement de la CEM par la SA-CCR permet un premier allègement. Cela est dû, entre autres, à l'application des périodes de marge en risque (*margin periods of risk – MPOR*)¹¹

8 Directive 2009/44/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 mai 2009 modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées.

9 Paragraphe 41 du standard bâlois relatif au ratio de levier.

10 Article 429(11) du règlement délégué (UE) 2015/62 de la Commission du 10 octobre 2014 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne le ratio de levier.

11 La période de marge en risque (*margin period of risk – MPOR*) désigne la période s'écoulant entre le dernier échange de collatéral effectué au titre des marges avant un défaut et le remplacement de la transaction sur le marché après ce défaut, au cours de laquelle la valeur de marché de la transaction peut varier. Une MPOR réduite de 5 jours s'applique aux transactions sur dérivés compensées centralement et faisant l'objet d'appels de marges quotidiens entre les adhérents compensateurs et leurs clients.

de la SA-CCR utilisées pour le ratio de solvabilité ¹², qui permet de favoriser les dérivés compensés centralement (du fait, entre autres, de leurs appels de marges quotidiens) en réduisant l'exposition potentielle future (*potential future exposure* – PFE). Cette prise en compte des MPOR pour le ratio de levier a été actée par le Comité de Bâle.

Dans ce contexte, la question se pose de l'opportunité d'un potentiel allègement supplémentaire, qui accentuerait la convergence vers la méthode SA-CCR telle qu'appliquée pour le calcul du ratio de solvabilité, à savoir la reconnaissance de l'effet réducteur sur l'exposition potentielle future (PFE) des marges initiales reçues.

3 La clause de revue relative à la prise en compte des marges initiales

Dans leurs réponses à la consultation conduite par le Comité de Bâle au printemps 2016, les participants avaient indiqué qu'une absence de reconnaissance de l'effet réducteur des marges initiales engendrerait une augmentation des coûts pour les clients des adhérents compensateurs, une moindre rentabilité de l'activité, un risque de concentration accrue du secteur et une moindre incitation à la compensation centrale, ce dernier élément étant présenté comme contraire au mandat fixé par le G20 d'inciter à la compensation par contrepartie centrale.

Dans l'accord de finalisation de Bâle III publié le 7 décembre 2017, le Comité a décidé de ne pas reconnaître l'effet réducteur des marges initiales dans le calcul du ratio de levier des adhérents compensateurs, tout en convenant de

conduire une revue de l'impact du ratio de levier sur l'activité des adhérents compensateurs d'ici janvier 2019 ¹³. Cette revue sera menée en coordination avec les travaux de la *Derivative assessment team* (DAT) du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board* – FSB), qui a été chargée de revoir, d'ici le sommet du G20 de fin 2018, l'efficacité des incitations à la compensation centrale des dérivés OTC (*over-the-counter*) dans les réformes post-crise.

Au niveau européen, contrairement à la voie empruntée par le Comité de Bâle, la révision du règlement concernant les exigences prudentielles (Capital requirements regulation – CRR2) ¹⁴ proposée par la Commission européenne en novembre 2016 prévoit la reconnaissance de l'effet réducteur des marges initiales pour le calcul des expositions des adhérents compensateurs en ratio de levier ¹⁵. Outre un impact sur la PFE, cf. nouvel article 429c(5), la proposition va aussi plus loin en autorisant la prise en compte du collatéral dans l'élément de calcul « NICA » (montant net de collatéral indépendant) qui détermine le coût de remplacement, cf. article 429c(4) ¹⁶.

4 Les obligations réglementaires de compensation centrale

L'obligation de compensation centrale, introduite dans l'Union européenne par le règlement EMIR et, aux États-Unis, par le *Dodd-Frank Act*, concernent deux marchés, soit, d'une part, celui des dérivés de taux, sous la forme de *swaps* de taux d'intérêt, de *Forward rate agreements* (FRA) et d'*Overnight index swaps* (OIS) suffisamment standardisés et, d'autre part, celui des dérivés de crédit, sous la forme d'indices de *credit default swaps* ¹⁷.

12 Un MPOR de 10 jours au moins s'applique pour les transactions faisant l'objet d'appels de marge quotidiens mais non-compensées, contre 5 jours pour les transactions faisant l'objet d'appels de marge quotidiens des adhérents compensateurs avec leurs clients.

13 Le présent article ne porte que sur les marges initiales, et non des marges de variation, dont l'effet réducteur de risque est reconnu lorsqu'elles sont versées en espèces.

14 Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du 23 novembre 2016.

15 À noter que parmi les mesures votées par la commission des services financiers de la Chambre des représentants des États-Unis d'Amérique le 21 mars 2018, figure l'exemption du dénominateur du ratio de levier (*supplementary leverage ratio*) des marges sur les produits dérivés dont la compensation est centralisée.

16 En SA-CCR, le NICA est le « *net independent collateral amount* », qui correspond aux marges initiales nettes (marges initiales reçues – marges initiales postées). Le NICA est un élément de calcul qui vient en réduction du coût de remplacement (*replacement cost* – RC). Ainsi, en SA-CCR non modifiée, plus la marge initiale reçue est importante, plus le RC diminue. Sur un dérivé margé, le RC est égal à Valeur de marché – marge de variation reçue – NICA.

17 Dans l'Union européenne, il s'agit des indices européens *iTraxx Europe Main 5Y* et *iTraxx Europe Crossover 5Y*.

S'agissant des dérivés de taux, l'obligation de compensation est entrée en vigueur aux États-Unis dès février 2013. Dans l'Union européenne, elle est entrée en vigueur de manière progressive, en juin 2016 pour les adhérents compensateurs, fin 2016 pour les autres contreparties financières et en 2017 pour les contreparties non financières qui relèvent du champ de l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

S'agissant des dérivés de crédit, l'obligation de compensation est entrée en vigueur en février 2013 aux États-Unis. En Europe, elle est entrée en vigueur en février 2017

pour les adhérents compensateurs et en août 2017 pour les autres contreparties actives sur ce segment de marché.



QUESTION N° 1

Partagez-vous l'analyse des bénéfices qui seraient liés à la prise en compte de l'effet réducteur des marges initiales?

QUESTION N° 2

Quels seraient selon vous les effets d'une absence de reconnaissance de cet effet?

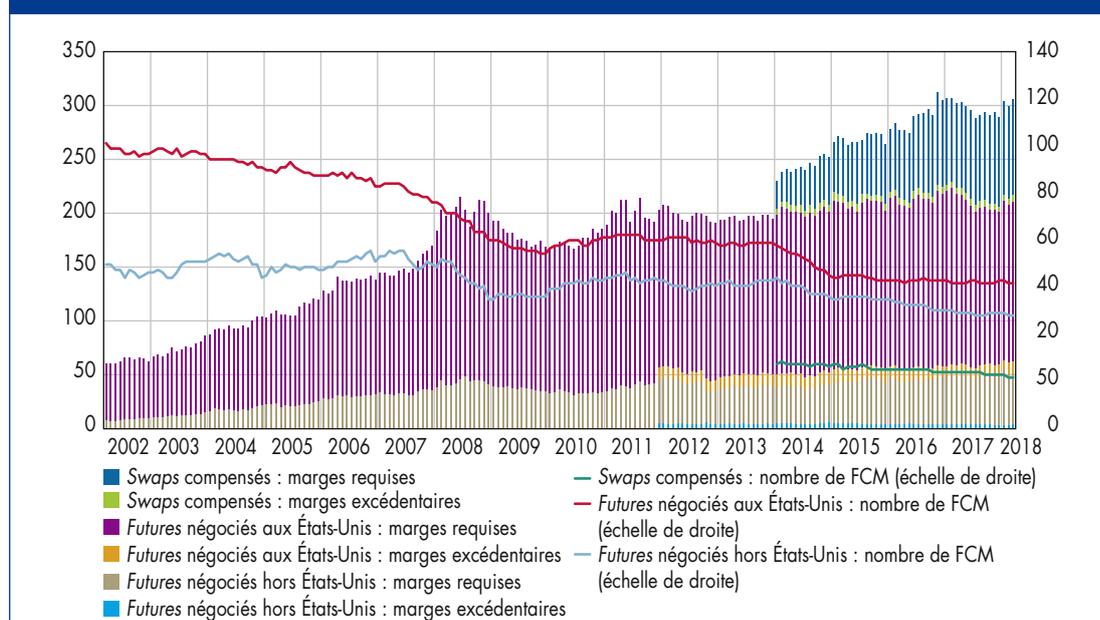
Évolutions récentes sur le marché de la compensation pour compte de tiers (*client clearing*)

1 Évolutions de l'offre de compensation pour compte de tiers

Le graphique ci-dessous, construit à partir des données de la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, illustre l'évolution depuis 2002 de quatre types de comptes ouverts par la clientèle auprès des adhérents compensateurs (*futures commission merchants – FCM*) aux États-Unis au titre

des marges : i) les comptes pour les opérations de contrats à terme (« futures ») négociées sur des plateformes américaines ; ii) les comptes pour les opérations de futures négociées sur des plateformes non américaines et iii) les comptes relatifs aux swaps compensés. Le graphique croise deux grandeurs principales : les marges reçues de la clientèle (axe de gauche) et le nombre de FCM actifs sur les différents segments de marché (axe de droite).

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ DE COMPENSATION POUR COMPTE DE TIERS AUX ÉTATS-UNIS ENTRE 2002 ET 2018



Source : *Commodity Futures Trading Commission (CFTC) – Futures Industry Association (www.fia.org/fcm-tracker)*.

La principale raison que l'on peut avancer pour expliquer la diminution du nombre de FCM entre 2002 et la crise de 2008 est le mouvement de consolidation alors à l'œuvre aux États-Unis. Après la crise, la poursuite du déclin s'expliquerait par celle du mouvement de consolidation, certaines modifications réglementaires aux États-Unis et la réglementation post-crise. Les obligations de compensation introduites par le *Dodd-Frank Act* auraient, dans un premier temps, incité les banques à investir dans l'activité de compensation pour compte de tiers par anticipation d'une hausse des volumes. Ce mouvement aurait, dans un second temps, été suivi d'un désengagement progressif après 2014, sans doute en lien avec la mise en œuvre de Bâle III.

La baisse du nombre d'acteurs aux États-Unis a été notamment mentionnée par le Président de la CFTC, J. Christopher Giancarlo, dans un discours de juin 2017¹⁸, dans lequel il cite le retrait de plusieurs banques, parmi lesquelles State Street, Bank of New York-Mellon, Nomura, RBS et Deutsche Bank. Les travaux menés par la Banque de France et l'ACPR, notamment dans le cadre d'entretiens réalisés avec des acteurs du marché, confirment que la demande de compensation est en hausse du fait de la réglementation, mais également qu'une attention accrue est portée par les adhérents compensateurs à l'impact de l'activité de compensation pour compte de tiers sur leurs fonds propres.

Plusieurs acteurs se disent prêts à acquérir de nouveaux clients, en fonction notamment de l'évolution de la réglementation, ce qui pourrait indiquer que les banques conservent des capacités. Toutefois, ces mêmes acteurs constatent que les coûts liés à la compensation pour compte de tiers sont en augmentation,

du fait notamment de la réglementation, ce qui entraîne des hausses des tarifs appliqués par les adhérents compensateurs. En parallèle, conformément aux propos du président de la CFTC, des retraits partiels ou totaux de l'activité de compensation pour compte de tiers ont été rapportés. Ces retraits pourraient expliquer en partie la hausse de la demande constatée, alors même que la tendance relevée par certains établissements consiste plutôt pour les clients à chercher plusieurs membres compensateurs, de façon à pouvoir faire face au retrait éventuel de l'un d'eux.

En tout état de cause, les banques veillent à la rentabilité de leurs activités clientèle. Dans ce cadre, l'offre de compensation fait en général partie d'un paquet de services (par exemple avec les services de conservation), sans pour autant apparaître constituer un produit d'appel.

Les tensions sur l'offre semblent également être ressenties par les utilisateurs finaux. Certains indiquent que les adhérents compensateurs réduisent le champ des collatéraux acceptés, soit en qualité, soit en imposant des décotes additionnelles. Les clients attestent également de l'arrêt de l'activité de compensation pour compte de tiers ou de gel de la base client chez certains adhérents compensateurs.

Les clients observent aussi des changements de politique tarifaire de la part de certains adhérents compensateurs, se traduisant par une hausse des prix et/ou une modification du mode de tarification. Dans certains cas, le tarif serait ainsi passé d'un pourcentage de la marge initiale en points de base à un système plus complexe tenant compte de la possibilité de compenser les positions des clients.

18 Cf. <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagiancarlo-22>

Afin de limiter leurs expositions, les adhérents compensateurs emploient plusieurs techniques. D'abord, certains demandent à leurs clients la compression de leurs transactions, consistant à optimiser le nombre d'expositions entre deux contreparties, ce qui n'est pas toujours compatible avec des portefeuilles directionnels, ces derniers n'offrant que peu de possibilités d'équilibrer positions acheteuses et vendeuses. Par ailleurs, les adhérents compensateurs cherchent à sortir de leur bilan la marge initiale reçue, en remplissant les conditions de la « décomptabilisation » prévues par les normes comptables¹⁹. Enfin, les CCP élargissent leurs critères d'accès, permettant aux clients d'accéder directement à leurs services, en règle générale avec le soutien d'un adhérent compensateur traditionnel (voir partie 2 ci-dessous sur l'accès dit « sponsorisé »).

2 Développement de nouveaux modèles (le « *sponsored clearing* »)

L'incitation à la compensation centrale a poussé les CCP à imaginer des modèles de participation directe à destination des clients, permettant de réduire l'impact du ratio de levier pour les adhérents compensateurs. Cette tendance serait motivée, d'une part, par la réduction de l'offre de compensation pour compte de tiers et, d'autre part, la volonté des clients utilisateurs finaux de chercher des solutions pour bénéficier d'une meilleure protection de leurs avoirs *via* une individualisation de leurs positions et des actifs associés pour garantir leurs expositions (« ségrégation individuelle »).

Plusieurs CCP proposent ainsi à l'utilisateur final une offre de participation à la CCP *via* un accès « sponsorisé » par un adhérent compensateur « sponsor », qui agit comme

un agent. Le sponsor est en charge de verser les contributions au fonds de défaut et de gérer la participation aux ventes aux enchères dans le cadre de la gestion de la défaillance d'un tiers. Pour les clients, ce modèle présente l'avantage de permettre une individualisation de leurs positions dans les livres de la CCP et d'avoir un accès direct à la CCP, sans remplir les critères d'adhésion directe (par exemple assurances, fonds de pension)²⁰. Pour l'agent, dans les modèles qui ne prévoient pas de garantie de la part de l'agent sur les transactions du client, il bénéficie d'une moindre exigence en fonds propres prudentielle.

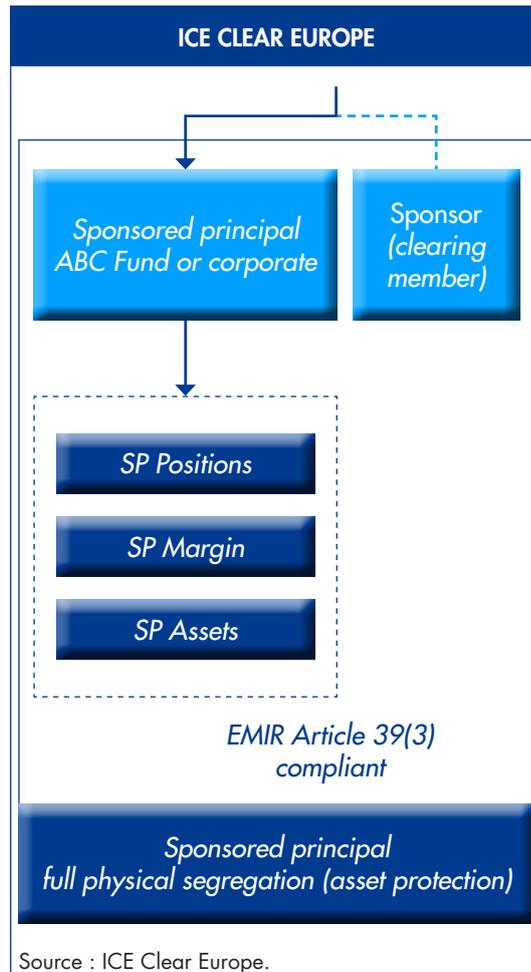
Dans l'Union européenne, ce type de participation a été autorisé dans au moins deux pays et est utilisé à ce jour par deux CCP, ICE Clear Europe et Eurex Clearing AG. LCH Ltd a par ailleurs lancé un modèle sponsorisé similaire à celui d'Eurex sur le segment des pensions livrées (*repo*) et prêts-emprunts de titre.

ICE Clear Europe propose un modèle de *Sponsored Clearing* qui permet au client de bénéficier d'une ségrégation de ses actifs et de ses positions, lui octroyant ainsi une protection identique à celle offerte par les comptes de ségrégation individuelle, à la différence que le client a un lien contractuel direct avec la CCP. L'adhérent compensateur agent (*sponsor*) est solidairement responsable avec le client (*sponsorisé*) vis-à-vis de la CCP, ce qui implique qu'il garantit la performance du client auprès de la CCP. Le paiement des marges est effectué par le client *sponsorisé*, tandis que l'adhérent compensateur agent contribue au fonds de garantie et participe à la gestion de la défaillance.

Eurex Clearing AG, pour sa part, donne la possibilité aux acteurs du *buy-side* d'être

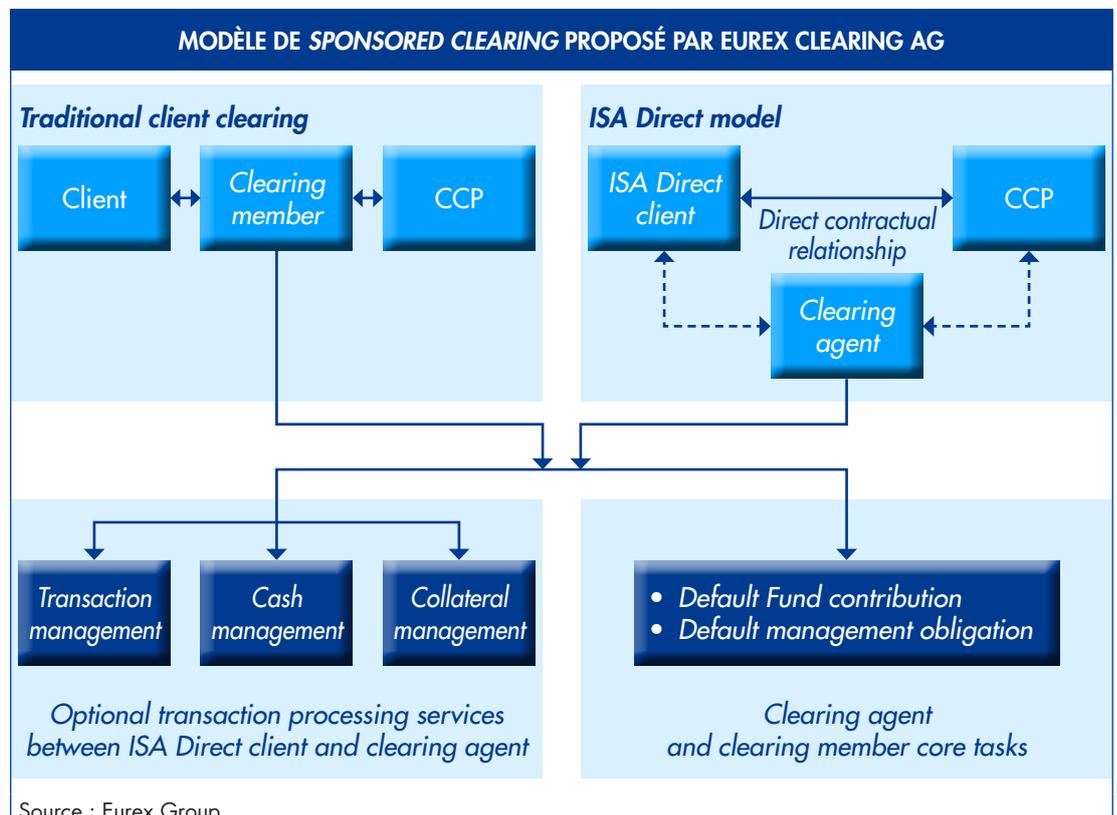
19 Les normes IFRS et US GAAP n'ont pas de traitement spécifique pour les marges initiales. De manière générale, elles utilisent des tests similaires (mais pas totalement identiques) pour déterminer si l'on peut décomptabiliser un actif. Ces tests se concentrent sur quatre critères généraux : a) ségrégation par rapport aux autres actifs ; b) non-réutilisabilité par le receveur ; c) pas de bénéfice variable lié à la gestion de l'actif ; d) pas de risque lié à l'investissement de l'actif. Ces dernières années, plusieurs adhérents compensateurs ont ajusté leurs contrats pour que la marge initiale reçue remplisse ces critères (par exemple interdiction de réutiliser la marge, transfert de celle-ci à une tierce partie ou structuration des bénéfices de manière à ce qu'ils répondent à la définition de « frais » plutôt que de rendements variables). La décomptabilisation relevant toutefois d'un jugement comptable, il est impossible de confirmer que les mêmes fondamentaux économiques aient systématiquement conduit aux mêmes effets comptables.

20 Pour rappel (voir Introduction ci-dessus « Qu'est-ce qu'un adhérent compensateur ? »), l'adhésion à une CCP impliquant un certain nombre d'exigences d'ordre financier, les adhérents compensateurs sont généralement des banques de taille importante.



membres directs de la CCP (*ISA Direct members*) en étant soutenus par un membre compensateur agissant en tant qu'agent. Dans ce modèle, **l'agent ne se porte pas garant des transactions de ses clients vis-à-vis de la CCP, ce qui a pour effet d'alléger ses exigences en fonds propres prudentielles.** Les clients-cibles sont les fonds de pension, les fonds d'investissement et les entreprises d'assurance agissant pour compte propre uniquement.

Aux États-Unis, il n'existe qu'un seul modèle sponsorisé, celui de CME Clearing, mis en place fin 2016, qui ressemble beaucoup à celui d'ICE Clear Europe. Dans ce modèle, dont l'objectif est de proposer une ségrégation totale des actifs du client, l'adhérent compensateur agent (« *direct funding participant guarantor* ») se porte garant de toutes les obligations financières du client (« *direct funding participant* ») vis-à-vis de la CCP.



Tous ces modèles ne permettent pas nécessairement un allègement des exigences en fonds propres au titre du ratio de levier pour l'adhérent devenu sponsor (cf. *infra*). À ce stade, l'intérêt des banques pour ces modèles sponsorisés porterait principalement sur leur application aux activités de *repo* et de prêt-emprunt de titres, ce qui serait notamment lié au fait que les modalités de calcul des expositions relatives à ces activités dans le ratio de levier sont relativement plus conservatrices que celles des expositions sur dérivés.

Certains clients finaux accueillent toutefois favorablement une offre qui améliorerait le ratio de levier de l'adhérent compensateur et donc réduirait les tarifs pratiqués, tout en notant qu'opérationnellement, la mise en place de contrats de compensation prend du temps.

3 Rôle du ratio de levier dans ces évolutions

Le rôle joué spécifiquement par le ratio de levier dans les évolutions du marché de la compensation pour compte de tiers est difficile à identifier précisément. Cependant, ce ratio est régulièrement cité par les acteurs pour justifier la baisse de l'offre.

Ainsi, un rapport du Trésor américain de juin 2017²¹ estime que, s'agissant d'une activité alliant faibles marges et importants volumes, une exigence de ratio de levier élevée décourage la compensation pour compte de tiers. Selon les estimations de la CFTC, citées dans le rapport du Trésor, tenir compte des marges initiales pour le calcul du ratio de levier réduirait les fonds propres des banques de seulement 1 %, tout en permettant de réduire le coût de l'activité de 70 %.

Par construction, l'exigence en fonds propres due au titre du ratio de levier pour l'activité de compensation centrale devrait dépasser celle exigée par le ratio de solvabilité pour une majorité de banques, entraînant un impact sur le coût en fonds propres de ces opérations. Il s'agit là **d'un effet attendu du ratio de levier**, qui a été conçu comme un filet de sécurité au ratio de solvabilité. Ne tenant pas compte des risques (et a fortiori des techniques de réduction du risque), le ratio de levier est plus mordant que le ratio de solvabilité pour toute activité faiblement risquée.

La question de la cohérence des incitations créées par la réglementation prudentielle bancaire (et en particulier le ratio de levier) avec l'obligation de compensation par contrepartie centrale peut cependant se poser.

Les contraintes en capital en hausse au cours de ces dernières années sont fréquemment citées par des participants de marché comme un frein à l'expansion de l'activité de compensation pour compte de tiers, le ratio de levier – et plus particulièrement l'absence de reconnaissance des marges initiales – étant cités comme la contrainte principale. Certains indiquent que ces contraintes se traduisent par des coûts de compensation supplémentaires pour les utilisateurs finaux.



QUESTION N° 3

Comment, selon vous, les évolutions du marché de la compensation ont-elles été impactées par le ratio de levier ?

QUESTION N° 4

Disposez-vous d'analyses sur la manière dont vos activités ont été influencées par le ratio de levier ?

21 Cf. <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf>

Impact prudentiel de ces évolutions

1 Le traitement du *sponsored clearing* dans le ratio de levier

L'impact du *sponsored clearing* pour l'adhérent compensateur, qui agit comme un agent, dépend des termes du contrat de sponsoring et des risques auxquels l'agent reste exposé.

Si l'adhérent compensateur qui est agent garantit le respect des obligations du client sponsorisé auprès de la CCP, il est exposé sur le client. La réglementation lui impose par conséquent d'intégrer au dénominateur du ratio l'exposition sur le client comme s'il traitait directement avec lui ²². En revanche, si l'adhérent compensateur ne garantit pas le respect des obligations du client sponsorisé auprès de la CCP, il n'a pas besoin d'inclure cette exposition au dénominateur. Ce traitement reflète l'exposition réduite de l'adhérent compensateur sur le client.

Ainsi, le cadre du ratio de levier reconnaît que le modèle du « *sponsored clearing* » puisse alléger les exigences de fonds propres, à condition qu'il y ait une justification prudentielle claire (i.e. lorsque l'agent ne garantit pas la transaction). Une éventuelle question de soutien implicite (risque de *step-in*) du sponsor au client en

cas de difficultés pourrait toutefois se poser. D'une manière générale, ces montages nécessitent un suivi attentif de la part du superviseur incluant l'analyse, le cas échéant, des contrats pour identifier la présence d'éventuelles garanties et éviter tout allègement indu des exigences en fonds propres.

Par ailleurs, dans le cas où l'exposition du sponsor est réduite, la CCP se retrouve exposée directement sur le client, sans la sécurité supplémentaire de l'adhérent compensateur, ce qui implique i) la nécessité pour le client d'être en mesure de respecter les diligences et les obligations liées à la participation à une CCP (notamment le paiement des marges initiales et la contribution au fonds de défaut); ii) un changement du profil de risque de la CCP, lié au fait que le client n'est pas un établissement de crédit ou un établissement financier assimilé dont les obligations liées à la participation à une CCP font partie des activités habituelles.

2 Risques pour la stabilité financière

La baisse du nombre d'acteurs accroît la concentration du secteur de la compensation centrale et le caractère systémique de ceux qui restent. D'après le discours du Président

²² Paragraphe 41 du standard bâlois relatif au ratio de levier.

de la CFTC (déjà cité, cf. *supra*), sur certains marchés de dérivés négociés en bourse (*Exchange traded derivatives* – ETD) aux États-Unis, près de la moitié des transactions sont compensées par 3 ou 4 adhérents compensateurs. D'une manière plus générale, on constate que i) l'activité pour compte propre des adhérents compensateurs est l'activité prédominante et ii) qu'il existe une forte concentration de l'activité de compensation pour compte de tiers. De même, d'après un rapport international sur les interdépendances publié en 2017²³, si, dans la majorité des cas, les marges des clients représentent moins de 5% des marges postées par les adhérents compensateurs, pour les deux plus gros participants de la CCP elles représentent plus de 60% des marges.

La concentration accrue du secteur fait peser un risque sur la portabilité des positions en cas de stress. En effet, en période de stress, les marges exigées par les CCP augmentent, tandis que les fonds propres des banques diminuent, ce qui accentue la difficulté pour les banques d'accepter de reprendre des positions provenant de banques en défaut. Si les marges ne peuvent pas réduire la position transférée, la possibilité pour d'autres adhérents compensateurs de la reprendre est diminuée. Or, en cas d'impossibilité de porter les positions d'un adhérent compensateur qui ne peut plus faire face à ses obligations, la CCP sera dans l'obligation de les liquider, avec un risque d'effet d'entraînement sur les marchés.

Par ailleurs, la réduction de l'offre de services de compensation centrale réduit la capacité de certains clients à se couvrir. D'après certains participants à la consultation du Comité de Bâle d'avril 2016, les clients les plus pénalisés seraient les

acteurs directionnels (assurances, fonds de pension, certains gestionnaires d'actifs, contreparties souveraines, entreprises) avec lesquels les possibilités de compensation entre positions acheteuses et vendeuses sont limitées.

D'autre part, au-delà du sujet de la non-reconnaissance des marges initiales, jugée pénalisante, certains acteurs soulignent que l'absence de reconnaissance en ratio de levier des marges de variation « titres », à la différence des marges de variation en espèces (considérées comme un pré-règlement) a un impact sur les utilisateurs finaux structurellement prêteurs de titres, comme les assurances ou certains fonds de pension. Cette asymétrie pourrait engendrer une hausse des tarifs exigés par les banques pour le collatéral « titres », voire un risque de tension sur le marché du *repo* « espèces » (dans la mesure où les prêteurs structurels de titre cherchent à se procurer des espèces sur le marché du *repo*).

Enfin, le modèle sponsorisé dans lequel l'adhérent compensateur agent n'apporte pas sa garantie à la transaction, tel que proposé par Eurex Clearing AG, change le profil de risque de la CCP, puisque les clients sponsorisés (fonds de pension, fonds d'investissement, assurances) ont un profil de risque différent des adhérents compensateurs classiques, certains (exemple : assurances) ayant un profil de risque directionnel, d'autres (exemple : entreprises non financières) n'étant pas supervisés. À cet égard, les clients peuvent disposer d'actifs au titre du collatéral exigé qui ne sont pas tous éligibles auprès de la CCP, là où un adhérent compensateur serait à même d'en faire la transformation. Par ailleurs, la responsabilité de l'évaluation du client ayant un accès direct à la CCP

23 BCBS, CPMI, FSB, IOSCO, « *Analysis of central clearing interdependencies* », 5 juillet 2017 (analyse menée à partir des données des 25 principaux adhérents compensateurs de 26 CCP différentes).

est transférée à cette dernière, de même que la gestion du défaut du client. Les clients « sponsorisés » devront potentiellement faire face à des risques liés à la participation directe à une CCP mais pas nécessairement adaptés à leur profil d'utilisateur. Ainsi,

pour un client sponsorisé ayant des positions directionnelles, répondre à des enchères sur les instruments dérivés OTC afin de reprendre une partie des positions d'un autre participant de la CCP en cas de défaut pourrait être problématique.

Options envisageables pour le traitement réglementaire des marges initiales des adhérents compensateurs au titre du ratio de levier

D'un point de vue prudentiel, une exception à l'absence de reconnaissance des marges initiales pourrait être explorée dans les cas où l'adhérent compensateur ne peut pas utiliser la marge initiale reçue comme source supplémentaire de levier, de sorte que les principes sous-tendant le ratio de levier seraient en partie respectés. Par exemple, ce peut être le cas des marges initiales transmises par l'adhérent compensateur à la CCP au titre de l'activité de compensation pour compte de tiers, dans laquelle l'adhérent compensateur agit comme simple intermédiaire, sans que les marges transmises ne puissent être utilisées pour accroître son levier (dans la mesure où l'adhérent compensateur ne serait pas tenu contractuellement de rembourser le client pour les pertes dues à un défaut de la CCP comme cela est prévu au paragraphe 41 du standard bâlois). De même, les marges initiales peuvent, dans certains cas, être ségréguées ou transmises à un tiers (par exemple un conservateur) de sorte qu'elles ne peuvent pas être réutilisées par l'adhérent compensateur, quand bien même elles apparaîtraient toujours à son bilan.

Dès lors, si le traitement en ratio de levier des marges initiales reçues par les adhérents

compensateurs devait être révisé, deux grandes options générales pourraient être envisagées : l'application de la SA-CCR sans modification, avec une reconnaissance totale des marges initiales provenant des clients (**option 1**), ou bien une limitation de cette reconnaissance aux marges initiales qui ne peuvent pas être réutilisées par l'adhérent compensateur (**option 2**).

Option 1 – Reconnaissance pure et simple des marges initiales provenant des clients

Cette option présenterait l'avantage d'éliminer sans ambiguïté tout effet contraignant du ratio de levier sur l'activité de compensation pour compte de tiers, réduisant ainsi les éventuels effets non désirés du ratio de levier étudiés ci-dessus (concentration du secteur, difficultés d'accès pour les clients finaux, etc.). Par ailleurs, il s'agit d'une solution simple appliquant la SA-CCR, comme pratiquée pour le ratio de solvabilité. *A contrario*, cette option présenterait l'inconvénient d'introduire une exception par rapport aux principes sous-tendant le ratio de levier.

Option 2 – Reconnaissance limitée au montant de marges initiales qui ne peuvent pas être réutilisées par l'adhérent

compensateur (par exemple marges ségréguées d'une manière qui empêche la réutilisation ou marges transmises à un tiers, CCP ou dépositaire)

Cette proposition pourrait être conditionnée au fait que l'adhérent compensateur ne soit pas contractuellement tenu de rembourser le client pour les pertes dues à un défaut éventuel du tiers auquel les marges ont été transmises (sur le modèle de ce qui est prévu par le paragraphe 41 du standard bâlois concernant l'exposition sur la CCP).

Cette solution présenterait l'avantage de rester largement fidèle aux principes sous-tendant le ratio de levier, dans la mesure où la marge initiale reçue n'est pas utilisée pour accroître le levier de l'adhérent compensateur. Par ailleurs, elle pourrait potentiellement encourager une harmonisation des modalités de calcul des marges initiales en incitant les adhérents compensateurs à développer des modèles de ségrégations individuelles (tant en ce qui concerne l'individualisation des positions que les actifs déposés en garantie de leurs expositions), qui coûtent généralement plus cher en termes de mise en place pour l'utilisateur final, même s'ils sont plus sécurisés pour le client.

En revanche, cette solution pourrait potentiellement provoquer un renchérissement de l'activité de compensation pour compte de tiers et avoir des conséquences sur les conditions d'accès au service.

Par ailleurs, cette solution serait complexe à mettre en œuvre en raison de plusieurs difficultés techniques. Notamment, cette solution requiert de définir des critères communs au niveau international permettant

d'apprécier le caractère non réutilisable des marges initiales, ce qui semble difficile en raison des différences existantes en matière de comptabilisation des marges initiales reçues et de ségrégation. De même, s'agissant des marges transmises à un tiers, il sera potentiellement difficile d'établir le montant déductible pour les marges qui ne seraient pas ségréguées individuellement, tandis que des différences de nature et de qualité existent en général entre les marges reçues des clients et les marges transmises au tiers par l'adhérent compensateur. Dans le cas d'un tiers qui serait conservateur, une condition selon laquelle l'adhérent compensateur ne serait pas tenu de garantir auprès de son client la performance du tiers auquel a été transférée la marge initiale créerait un risque supplémentaire de conservation. Mais ce cas serait rare en pratique, la ségrégation visant justement à permettre au client de récupérer les montants de marges postés. Enfin, une telle solution n'inciterait pas nécessairement les adhérents compensateurs à calibrer les marges de manière prudente.

Autres aspects techniques

Au-delà de la question de la réutilisation des marges initiales, peut se poser celle de la distinction entre marges initiales en espèces et en titres. À cet égard, accepter tous les types de marge initiale permettrait un alignement complet sur le cadre applicable en solvabilité. Pour autant, reconnaître les marges initiales uniquement lorsqu'elles sont versées en espèces, à l'instar du traitement des marges de variation dans le ratio de levier, serait plus prudent car les marges seraient alors plus liquides et plus portables, mais créerait un effet de distorsion du ratio de levier en faveur des espèces.

Enfin, la question de la reconnaissance des marges initiales au niveau de la PFE uniquement (comme envisagé dans la revue en cours du BCBS) ou du RC et de la PFE (comme envisagé dans la proposition CRR2 de la Commission européenne) peut se poser. Reconnaître les marges initiales au niveau de la PFE uniquement permettrait de limiter le traitement dérogatoire. Mais reconnaître les marges initiales au niveau du *replacement cost* (RC) et de la PFE serait plus cohérent avec la méthode SA-CCR, la marge initiale ayant un impact sur les deux composantes.



QUESTION N° 5

Quels avantages/inconvénients voyez-vous aux options 1 et 2 respectivement ?

QUESTION N° 6

Faut-il faire la distinction entre marges initiales en espèces et en titres ?

QUESTION N° 7

À quel niveau faut-il appliquer la reconnaissance des marges initiales ?

Conclusions

D'après les travaux menés par la Banque de France et l'ACPR, les banques perçoivent une hausse de la demande pour les services de compensation sur les dernières années, notamment en raison de la réglementation et des nouvelles obligations mises en place, à laquelle certaines banques semblent en mesure de faire face.

Pour autant, il existe des signes de tension sur le marché. Si Bâle III n'est pas la seule raison expliquant cette tendance – il y a un mouvement de consolidation de cette activité à l'œuvre depuis le début des années 2000 –, on observe sur les années récentes des cessations d'activité dont le corollaire est une concentration du secteur, renforçant le risque de non-substituabilité. La sensibilité des banques aux coûts liés à l'activité de compensation centrale est ressentie par les utilisateurs finaux via une hausse des tarifs, une réduction du champ des collatéraux acceptés ou des pressions supplémentaires pour la compensation et ou la compression des transactions. Parallèlement, les CCP développent des modèles de participation directe à destination des clients,

permettant notamment de répondre à l'accroissement de la demande et de réduire l'impact de la réglementation pour les adhérents compensateurs.

Le rôle joué spécifiquement par le ratio de levier dans l'évolution du marché est difficile à évaluer, même si le ratio est régulièrement cité par les acteurs pour expliquer la baisse de l'offre, parmi d'autres ratios prudentiels comme le NSFR.

Les tensions observées font peser un risque sur la stabilité financière. En effet, une concentration accrue du secteur crée un risque sur la portabilité des positions en cas de défaillance d'un adhérent compensateur. En outre, la réduction de l'offre réduit la capacité de certains clients à se couvrir, les clients les plus pénalisés étant a priori les acteurs directionnels (assurances, fonds de pension, certains gestionnaires d'actifs, émetteurs souverains, entreprises non financières). Enfin, le modèle sponsorisé dans lequel l'adhérent compensateur qui agit comme un agent n'apporte plus sa garantie à la transaction change le profil de risque de la CCP.