

LA REUTILISATION DES ACTIFS

ENJEUX REGLEMENTAIRES ET ECONOMIQUES

Introduction

La réutilisation des actifs des clients est, depuis longtemps, au centre de l'attention des régulateurs sous l'angle général de la protection des intérêts des clients. La réutilisation d'actifs désigne les opérations par lesquelles des participants de marché (tels que des banques ou des infrastructures de marché) vendent, nantissent ou, plus généralement, transfèrent un actif qu'ils ont reçu d'un autre participant de marché. Lorsqu'elle porte sur des actifs remis à titre de garantie, il s'agit d'une opération nécessaire pour le bon fonctionnement de certains types de transactions financières, telles que les opérations de financement sur titres.

D'un point de vue économique, la réutilisation de collatéral comporte de nombreux bénéfices : elle augmente mécaniquement l'offre de titres disponibles sur le marché, pouvant être utilisés pour des opérations de financement à court terme, de compensation de transactions, de transformation de la qualité de crédit des titres détenus ou pour optimiser le rendement d'un portefeuille.

Toutefois, ces opérations soulèvent également des risques pour la stabilité financière et pour la protection des actifs des clients : la réutilisation en chaîne d'un même actif peut présenter des risques de contagion et participer à l'augmentation du recours au levier de certains fonds d'investissement. De plus, en cas de faillite de l'un des membres de cette chaîne, le manque de transparence vis-à-vis de l'investisseur sur les risques et les conséquences d'une opération de réutilisation de ses titres peut entraîner des mouvements de ventes massives. Ces opérations peuvent, dans certains cas, poser des questions de traçabilité et de protection des intérêts des clients.

Les faillites de Lehman Brothers et de MF Global ont mis en lumière ces risques et le caractère non-harmonisé de l'encadrement réglementaire des opérations de réutilisation des actifs. Ces événements ont en effet mis en exergue d'une part les stratégies d'arbitrage mises en œuvre par des intermédiaires entre les États-Unis et le Royaume-Uni pour contourner les limites réglementaires à la réutilisation des actifs (*re-hypothecation*) aux États-Unis, et d'autre part, une transparence insuffisante sur la capacité de Lehman Brothers International Europe (LBIE), filiale londonienne de Lehman Brothers, d'utiliser les actifs des clients américains déposés auprès de Lehman Brothers US dans le cadre des accords de *prime brokerage*.

Par ailleurs, la crise financière de 2007 et les réglementations financières qui l'ont suivi (telles que les règles de Bâle III, la directive Solvabilité II et le règlement EMIR) ont accru le besoin de collatéral de haute qualité, créant une pression sur le marché du collatéral, qui rend d'autant plus nécessaire une vigilance quant au caractère adapté de toute réglementation visant à sécuriser les opérations de marché. Les interrogations quant à la disponibilité à moyen terme d'une offre de collatéral de qualité ou d'actifs sûrs continuent d'être un débat parmi les économistes, qui penchent plutôt en faveur d'un déclin à moyen terme de la disponibilité.

Depuis lors, la question de la liquidité du collatéral, de sa disponibilité et de sa sécurité, a fait l'objet de nombreux travaux académiques et réglementaires. C'est dans ce contexte que la potentielle harmonisation des règles applicables à la réutilisation des actifs des clients, visant à résoudre les risques identifiés suite à la faillite de Lehman Brothers, a été soulevée et a fait l'objet d'une très grande attention des régulateurs aux niveaux international, européen et national.

A l'échelle internationale, le Conseil pour la Stabilité Financière (*Financial Stability Board – FSB*) s'est saisi, en 2014, de la question dans le cadre de ses travaux sur la finance parallèle (*shadow banking*) par la constitution d'un groupe d'experts de la protection des actifs des clients visant à « examiner les possibles voies d'harmonisation des règles de protection des actifs des clients, en particulier pour les dispositions relatives à la *re-hypothecation* »¹. À l'échelle européenne, ces réflexions ont connu des échos récents : dans son Livre Vert « Construire une union des marchés de capitaux » paru en mai 2015, la Commission européenne indique que « la fluidité [du collatéral] dans toute l'UE est actuellement limitée, ce qui empêche les marchés d'opérer efficacement. Depuis la crise financière, la demande de collatéral est plus forte, du fait de l'exigence du marché de financements plus sûrs et en raison également de nouvelles obligations réglementaires, telles que celles imposées par le règlement [EMIR] et le règlement [CRR]. Cette hausse de la demande de collatéral entraîne le risque que les mêmes titres soient réutilisés pour garantir plusieurs transactions, comme c'était le cas avant la crise, et des travaux ont été engagés au niveau international pour se pencher sur ce problème ». Dans son document de travail sur l'Union des Marchés de Capitaux (UMC) paru en septembre 2015, la Commission considère qu'il est nécessaire d'approfondir l'analyse du marché européen du collatéral. La multiplication des initiatives réglementaires a, par ailleurs, rendu nécessaire d'examiner la cohérence d'ensemble de la réglementation ainsi que le potentiel d'arbitrage réglementaire.

Prenant en considération les réflexions de sa Commission consultative 'Activités de compensation, conservation, et règlement-livraison', les récentes contributions académiques et les dernières évolutions

¹ FSB, *Policy Framework for Addressing Shadow Banking in Securities Lending and Repos*, Recommendation 8, août 2013

réglementaires, l'AMF a souhaité examiner les enjeux réglementaires et économiques liés à la réutilisation des actifs. L'objectif de la présente étude est d'apporter une contribution aux travaux en cours au niveau international et européen sur la protection des actifs des clients et sur les problématiques liées au collatéral (mobilité transfrontalière du collatéral et gestion du collatéral). Au-delà de la visée pédagogique de cette étude, l'objectif était pour l'AMF de s'inscrire dans les réflexions susvisées et de s'interroger sur la pertinence d'une initiative réglementaire supplémentaire sur la réutilisation des actifs.

Le présent document est organisé en trois parties :

- (i) sa première partie a pour objet de clarifier les concepts et de définir les conditions dans lesquelles la réutilisation d'actifs peut intervenir ;
- (ii) la deuxième partie présente une analyse économique des avantages et des risques associés à ces opérations ;
- (iii) la dernière partie se propose de dresser un panorama des initiatives réglementaires liées à ces opérations.

À l'issue de ces travaux et réflexions, l'AMF peut formuler les constats suivants :

1. Si des clarifications et ajustements sémantiques pourraient être utiles, la réglementation européenne est cohérente dans son approche de la réutilisation des actifs : par-delà les réglementations sectorielles, l'objectif est, à chaque fois, de préserver le consentement éclairé du client à la réutilisation de ses actifs et de s'assurer, le cas échéant, que la réutilisation du collatéral n'entrave pas sa fonction première de garantie.
2. Les adaptations apportées suite à la crise ont encore renforcé ces exigences si bien qu'il ne paraît pas nécessaire, à ce stade et au vu de l'impact de ces nouvelles exigences sur la liquidité des marchés, de contraindre davantage les opérations de réutilisation. Au contraire, l'AMF considère que la pression sur le marché du collatéral lié à la mise en œuvre des engagements du G20 rend nécessaire d'évaluer les effets de ces réformes. Cette évaluation doit à la fois porter sur la disponibilité des actifs de qualité ainsi que sur l'évolution subséquente des pratiques de marchés.
3. Les risques liés aux opérations de réutilisation étant cependant réels, l'AMF portera une attention particulière à l'utilisation des données prévues par les différents textes, qui devraient permettre d'identifier, au niveau européen et international, l'émergence de nouveaux risques.

SOMMAIRE

1. 'RE-USE' ET 'RE-HYPOTHECATION' : QUELLES DEFINITIONS ET QUELS USAGES ?	5
1.1. Qu'est-ce que le 're-use' et la 'rehypothecation' ?	5
1.1.1. Le FSB retient une approche économique du 're-use' et de la 're-hypothecation'	5
1.1.2. Le cadre réglementaire européen n'opère pas de distinction expresse entre 're-use' et 're-hypothecation'	5
1.2. Le 're-use' s'insère dans le cadre des activités de gestion de collatéral et s'appuie, en Europe, sur les dispositions de la directive Collatéral	6
1.2.1. Le collatéral 're-use' s'intègre dans les activités de 'collateral management'	6
1.2.2. La directive Collatéral distingue deux modalités de versement de collatéral et permet le 're-use' du collatéral versé avec constitution de sûreté	7
1.3. La 're-hypothecation' des actifs des clients s'intègre plus spécifiquement dans l'encadrement des activités de conservation	9
1.3.1. La 're-hypothecation' des actifs des clients est encadrée dans de nombreuses juridictions, mais de manière différente	9
1.3.2. Etude de cas : les règles américaines prévoient un encadrement strict de la 're-hypothecation' des actifs des clients	10
2. ANALYSE DES RISQUES ET AVANTAGES DU 'RE-USE' ET DE LA 'RE-HYPOTHECATION'	12
2.1. Les risques conjoncturels et structurels de raréfaction du collatéral sur le marché	13
2.2. Les risques possibles en matière de stabilité financière liés au 're-use' du collatéral et à la 're-hypothecation' des actifs des clients	15
3. QUELLES REGLES APPLICABLES AU 'RE-USE' ET A LA 'RE-HYPOTHECATION' ?	17
3.1. Post-crise, les Etats-Unis ont adopté une réforme du collateral management tripartite et ont introduit de nouvelles règles de transparence des fonds	17
3.2. Post-crise, en Europe, le recours au 're-use' et à la 're-hypothecation' a été strictement encadré par l'introduction de nouvelles exigences réglementaires sectorielles	18
3.2.1. Les directives AIFM et OPCVM introduisent un régime de responsabilité du dépositaire et une obligation d'information du client en cas de « re-hypothecation » des actifs des fonds	18
3.2.2. Le règlement EMIR précise les modalités de réutilisation (re-use) de collatéral par les CCP et dans le cadre des échanges de marges bilatérales	19
3.2.3. La directive MIF II interdit aux entreprises d'investissement d'utiliser (re-hypothecation) les actifs de leurs clients retail déposés en pleine propriété	20
3.2.4. Régime de restitution bancaire	20
3.2.5. Le règlement SFTR introduit un encadrement général des opérations de re-use du collatéral	21
3.3. Au niveau international, une attention approfondie a été accordée à la réutilisation du collatéral	22
3.3.1. De 2012 à 2014/2015 : l'introduction de recommandations sectorielles spécifiques sur le 're-use' du collatéral et la 're-hypothecation' des actifs des clients	23
3.3.2. Depuis 2015 : vérification de la mise en œuvre des recommandations, rationalisation des travaux et focalisation sur la dimension macro-prudentielle sous l'égide du FSB	23

PREMIERE PARTIE

« RE-USE » ET « RE-HYPOTHECATION » : QUELLES DEFINITIONS ET QUELS USAGES ?

1.1. Qu'est-ce que le « re-use » et la « rehypothecation » ?

De nombreux rapports et textes européens et internationaux font aujourd'hui référence au « re-use », « repledge » ou à la « rehypothecation », sans que la distinction entre ces notions ne soit clairement posée. Ainsi par exemple, dans leur rapport relatif aux marges applicables aux dérivés qui ne seront pas compensés centralement, le Comité de Bâle et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) ont posé un principe d'interdiction de la réutilisation du collatéral, rédigé en ces termes : « *cash and non-cash collateral collected as initial margin should not be re-hypothecated, re-pledged or reused* », sans que les concepts ne soient davantage définis ni que les modalités de transfert du collatéral n'aient été précisées (transfert de propriété ou constitution de sûreté).

Si le FSB s'est essayé à une ébauche de définition commune, les textes européens demeurent plus flous.

1.1.1. Le FSB retient une approche économique du « re-use » et de la « re-hypothecation »

Selon le FSB², la réutilisation d'actifs recouvre deux pratiques de marché : le « re-use » et la « re-hypothecation » dont le champ d'application n'est pas identique. Le FSB ne retient pas une analyse juridique de la question, fondée sur les modalités de transfert (par exemple transfert en pleine propriété ou non) des actifs concernés, mais une approche économique.

- *Le « re-use » renvoie à la réutilisation des actifs déposés à titre de collatéral par leur bénéficiaire*

Dans le cadre de ses récents travaux sur le suivi des opérations de réutilisation du collatéral en titres³, le FSB définit le re-use du collatéral comme « *when a market participant, such as a bank, receives securities as collateral in one transaction and subsequently sells, pledges or transfers this collateral in a second transaction* ».

- *La « re-hypothecation » concerne l'utilisation des actifs des clients par un intermédiaire*

La « re-hypothecation » est définie par le FSB comme « *any use of client assets by an intermediary, including use in a sale, pledge, transfer, investment, or performance of transactions* ». La « re-hypothecation » induit donc la réutilisation, par un intermédiaire (telle qu'une banque), de l'actif déposé auprès de lui par son client⁴. Il convient de préciser que ces dépôts ne sont pas transmis à titre de collatéral.

1.1.2. Le cadre réglementaire européen n'opère pas de distinction expresse entre « re-use » et « re-hypothecation »

Les définitions du FSB visent uniquement à désigner des pratiques de marché analysées dans le cadre de ses travaux sur la réutilisation du collatéral et non à être exactes du point de vue juridique.

Le cadre réglementaire européen présente une grande diversité dans l'emploi des termes « re-use », « right of use » et « re-hypothecation », ce qui peut s'expliquer par une approche en silo des différents textes réglementaires. Lorsque les termes « re-use » et « re-hypothecation » sont utilisés, ils semblent l'être de manière interchangeable et ne recouvrent pas exactement les notions utilisées par le FSB. Ainsi, le projet de règlement délégué incluant des normes techniques de réglementation relatives aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale publié par la Commission européenne le 4 octobre 2016 prévoit que : « *the collecting counterparty shall not rehypothecate, repledge nor otherwise reuse the collateral collected as initial margin* ». La directive Directive 2014/91/UE (dite 'Directive OPCVM V') utilise le concept de « re-use » pour renvoyer, non pas à la réutilisation du collatéral, mais à l'utilisation des actifs du fonds par le dépositaire : « *the assets held in custody by the*

² FSB, *Policy Framework for Addressing Shadow Banking in Securities Lending and Repos*, août 2013

³ FSB, *Possible Measures of non-cash collateral re-use*, février 2016

⁴ La définition des actifs du client est celle du rapport de l'OICV de janvier 2014 *Recommendations Regarding the Protection of Client Assets: 'assets (or an analogous term) in respect of which the intermediary has an obligation (either contractual or regulatory) to safeguard for its securities or derivatives clients, including, to the extent appropriate, client positions, client securities and money (including margin money) held by an intermediary for or on behalf of a client'*.

depository shall not be reused by the depository, or by any third party to which the custody function has been delegated, for their own account. Reuse comprises any transaction of assets held in custody including, but not limited to, transferring, pledging, selling and lending».

On notera toutefois que le considérant 25 du règlement 2015/2365 (dit 'Règlement SFTR'), adopté en novembre 2015, constitue une conciliation des différents emplois de ces termes : « *pour contribuer à la cohérence de la terminologie au niveau international, le présent règlement emploie le terme « réutilisation » dans le respect du cadre d'action du [FSB]. Cela ne devrait pas être source d'incohérence dans l'acquis de l'Union et ne devrait pas en particulier porter atteinte au sens des termes « réutilisation » et « réemploi » figurant respectivement dans les directives 2009/65/CE [Dite 'Directive OPCVM IV'] et 2011/61/UE [Dite 'Directive AIFM'] ».* Son article 3 définit le "re-use" comme « *the use by a receiving counterparty, in its own name and on its own account or on the account of another counterparty, including any natural person, of financial instruments received under a collateral arrangement, such use comprising transfer of title or exercise of a right of use in accordance with Article 5 of Directive 2002/47/EC but not including the liquidation of a financial instrument in the event of default of the providing counterparty*⁵ ».

1.2. Le « re-use » s'insère dans le cadre des activités de gestion de collatéral et s'appuie, en Europe, sur les dispositions de la directive Collatéral

Après une étude des différentes pratiques de marché, il apparaît que si le « re-use » du collatéral s'emploie dans le cadre des activités de gestion de collatéral (*collateral management*), la « re-hypothecation », quant à elle, concerne les activités de conservation des intermédiaires.

1.2.1. Le collatéral « re-use » s'intègre dans les activités de « collateral management »

On entend par « *collateral management* » l'ensemble des opérations de traitement du collatéral utilisé dans le cadre des activités de négociation, telles que la gestion des marges, le suivi des positions des clients, l'application des marges initiales, la déclaration du collatéral aux infrastructures, la détermination d'un déficit ou d'un excès de marges ou encore la réutilisation du collatéral en espèces.

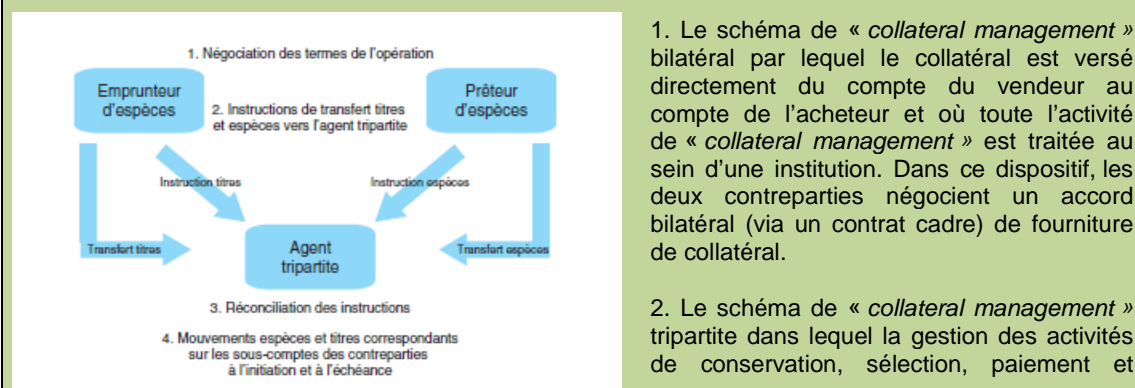
En dépit d'une absence de définition du « *collateral management* », certains règlements européens font référence à ces activités, telle la section B de l'annexe du règlement 909/2014 (dit 'Règlement CSDR') qui mentionne le « *collateral management* » dans la liste des services accessoires de type non bancaire qui peuvent être fournis par les dépositaires centraux de titres (DCT) en qualités d'agents.

Outre les DCT, les principaux acteurs de ces activités sont :

- les institutions financières qui, pour leur activité propre ou pour leurs clients, fournissent et reçoivent du collatéral pour sécuriser leurs expositions,
- les institutions non-financières,
- des acteurs fournissant des services *ad-hoc* liés au « *collateral management* » (compression, réconciliation...),
- les banques centrales (dans le cadre de leurs opérations de gestion de liquidité),
- les gestionnaires d'actifs, dans le cadre de leur techniques de gestion de portefeuille, afin d'améliorer la performance du fonds,
- les chambres de compensation.

Les modèles de « collateral management »

On distingue deux principaux schémas de « *collateral management* » :



⁵ Les références en anglais sont maintenues pour les besoins des présents développements

règlement-livraison du collatéral est externalisée par les parties à un agent tiers. La fonction d'agent tiers est assurée par une banque dépositaire ou un DCT⁶. Dans ce schéma, l'agent tiers n'est pas partie à la transaction et n'est donc pas responsable en cas de défaut d'une des deux parties, mais c'est lui qui va d'abord sélectionner, dans le compte du constituant de collatéral, les actifs permettant de répondre aux critères de crédit et de liquidité du bénéficiaire de collatéral, puis verser ces actifs sur le compte du bénéficiaire. Un schéma de « *collateral management* »⁷ tripartite est présenté ci-dessus.

Selon l'*International Capital Markets Association* (ICMA)⁸, association représentante des acteurs du *repo*, les *repos* tripartites européens et américains présentent un certain nombre de divergences : (i) les agents tripartites dominent le marché du *repo* américain tandis qu'ils ne représentent que 10% du marché européen, (ii) en Europe, les *repos* tripartites sont surtout utilisés pour la gestion des obligations non souveraines et des actions, alors qu'aux Etats-Unis, le *repo* tripartite est surtout utilisé pour les titres souverains (deux tiers du marché), (iii) aux Etats-Unis, les fonds monétaires et les agents de prêts de titres représentent deux tiers des investisseurs. Les investisseurs européens, eux, ne présentent pas une telle concentration de type d'acteurs.

Ainsi, selon la BCE en 2015, le marché européen du *repo* se répartit en environ 66% de *repo* bilatéral compensé par une CCP, environ 26% de *repo* bilatéral non compensé par une CCP, et environ 8% de *repo* tripartite⁹.

1.2.2. La directive Collatéral distingue deux modalités de versement de collatéral et permet le « re-use » du collatéral versé avec constitution de sûreté

La directive européenne 2009/44/CE (dite 'directive Collatéral') effectue une distinction entre deux modalités de versement de collatéral, qui correspondent à deux types de contrats de collatéral :

- le contrat de collatéral avec transfert en pleine propriété (« *Title Transfer Collateral Arrangement* » - *TTCA*),
- le contrat de collatéral avec constitution de sûreté (« *Security Collateral Arrangement* » - *SCA*), aux termes duquel le constituant du collatéral fournit le collatéral sous la forme d'une sûreté sans transfert de l'ensemble des attributs du droit de propriété.

Cette directive introduit pour la première fois le terme de « re-use » dans le droit européen. Elle fait correspondre le « re-use » au droit d'utilisation (« *right of use* ») du collatéral. Comme le souligne le considérant 19 de cette directive, ce droit s'applique aux contrats de collatéral avec constitution de sûreté (*SCA*). Cela ne signifie toutefois pas que le collatéral transféré en vertu d'un *TTCA* ne peut être réutilisé, puisqu'alors par définition, le bénéficiaire bénéficie de l'ensemble des attributs du droit de propriété, partant celui d'aliéner le collatéral.

La directive définit le « *right of use* » comme « le droit du preneur du [collatéral] d'utiliser et d'aliéner le [collatéral] fourni en vertu du contrat comme s'il était propriétaire, conformément aux conditions du contrat de [collatéral] avec constitution de sûretés ». La directive précise par ailleurs que le 'right of use' employé dans le cadre d'un *SCA* est conditionné à l'accord du constituant de collatéral. En cas d'exercice du 'right of use', le preneur de collatéral est soumis à l'obligation de reverser au constituant un collatéral équivalent.

Si la plupart des conventions cadres de collatéral utilisées sur les marchés américains et européens constituent des *TTCA*, l'*ISDA* a rédigé également une annexe *Credit Support Deed (CSD)* qui organise un *SCA*. Ce *CSD* permet ainsi de contourner certaines des dispositions d'une convention-cadre *TTCA* considérées comme trop prescriptives et permet au constituant de garder la propriété des instruments financiers remis en collatéral.

On retrouve ce dispositif dans le domaine de la gestion alternative, où le droit à la « re-hypothecation » des actifs des clients est encadré par les « *Prime Brokerage Agreements* » (*PBA*). Ces accords indiquent que le titre de propriété reste la propriété du client (« *pledgor* ») jusqu'à ce que le *prime broker* (« *pledgee* », et qui est le receveur du collatéral) exerce son droit à la « re-hypothecation ». Dès que le droit à la « re-hypothecation » est exercé, le nantissement « disparaît », la propriété des actifs est transférée et les droits de propriété du client sont remplacés par un droit de créance, un droit contractuel à un reversement d'actifs identiques ou similaires au collatéral.

⁶ En Europe, il s'agit de Clearstream Luxembourg, Euroclear Bank, Bank of New York Mellon (BoNY), JP Morgan et SIS; Aux Etats-Unis, il s'agit de Bank of New York.

⁷ Banque de France, *Les opérations de pension livrées tripartites*, Bulletin de la Banque de France, janvier 2005

⁸ ICMA, *Repo Markets, FAQ, What is tri-party repo?*

⁹ ECB (2015), *Euro money market study*

Schéma 1 : utilisation des titres fournis en TTCA (Article 2 (1)(b) de la Directive Collatéral)

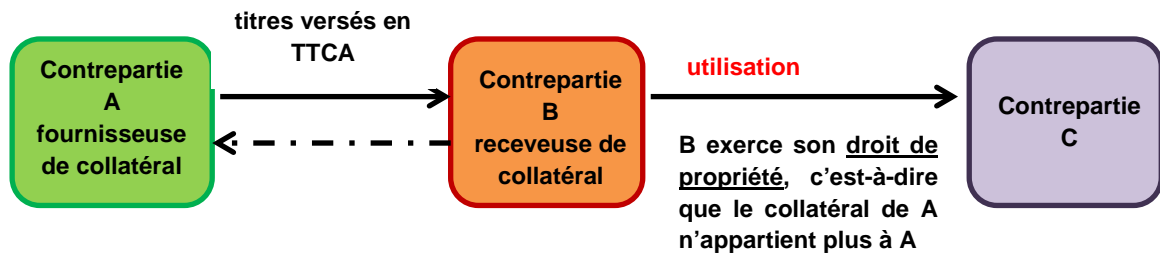
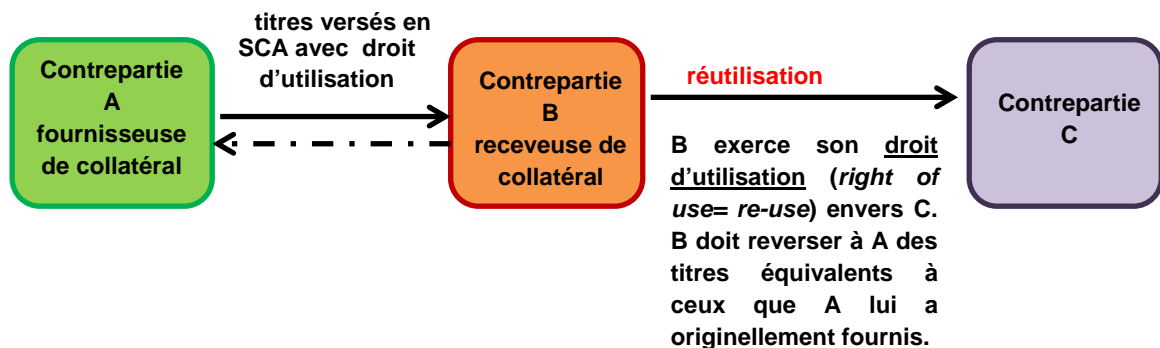


Schéma 2 : réutilisation des titres fournis en SCA avec droit d'utilisation (Article 2(1)(b), article 2(1)(m) et article 5 de la Directive Collatéral)



Les deux seules conditions au « *right of use* » du collatéral, telles que prévues dans la directive Collatéral, tiennent à l'accord du constituant du collatéral et à l'obligation, pour la contrepartie qui reçoit le collatéral, de reverser à la contrepartie constituant le collatéral des actifs équivalents¹⁰ (dans leur montant et leur qualité de crédit).

L'intégration de l'exercice du « *right of use* » (ou « *re-use* ») dans le droit français

L'article L. 211-38-III du code monétaire et financier dispose que : « *l'acte prévoyant la constitution des sûretés mentionnées au I peut définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droits en cause, à charge pour lui de restituer au constituant des biens ou droits équivalents. Les sûretés concernées portent alors sur les biens ou droits équivalents ainsi restitués comme si elles avaient été constituées dès l'origine sur ces biens ou droits équivalents. Cet acte peut permettre au bénéficiaire de compenser sa dette de restitution des biens ou droits équivalents avec les obligations financières au titre desquelles les sûretés ont été constituées, lorsqu'elles sont devenues exigibles* ». La remise en pleine propriété se fait par inscription en compte du preneur de collatéral, conformément à l'article L. 211-17 du code monétaire et financier.

D'autres possibilités sont ouvertes par le droit français ainsi que par exemple le nantissement de compte-titres (article L. 211-20) qui permet, sous conditions, d'utiliser les actifs figurant sur le compte, le prêt de titres ou la pension livrée (L. 211-22 et s. du code monétaire et financier).

¹⁰ Cette condition est illustrée par la flèche en pointillés dans les schémas 1 et 2

1.3. La 're-hypothecation' des actifs des clients s'intègre plus spécifiquement dans l'encadrement des activités de conservation

1.3.1. La 're-hypothecation' des actifs des clients est encadrée dans de nombreuses juridictions, mais de manière différente

Dans de nombreuses juridictions, l'encadrement de la 're-hypothecation' est un élément clé des exigences réglementaires s'appliquant aux intermédiaires financiers concernant la protection des actifs de leurs clients.

Schéma 3 : 're-hypothecation' des actifs des clients



Afin de protéger les actifs des clients en cas de faillite de l'intermédiaire et de limiter le levier, de nombreuses juridictions ont prévu des exigences spécifiques et différentes sur les modalités d'utilisation des actifs des clients¹¹. Ainsi :

- les Etats-Unis (et la France, pour certains fonds) disposent d'une règle plafonnant le nombre de fois où un même titre peut être réutilisé,
- dans certains domaines (fonction dépositaire dans la directive européenne AIFMD), les directives européennes imposent l'information et le consentement explicite du client par sa banque dépositaire avant toute utilisation des actifs du client par cette dernière. Ces directives européennes imposent également des modalités spécifiques de ségrégation pour la conservation des actifs des clients. Elles ne permettent la « re-hypothecation » que dans des cas bien déterminés et l'interdisent en tout état de cause pour le compte propre du dépositaire,
- dans d'autres domaines (prestation de services d'investissement), les textes européens (directive européenne MIF) interdisent le transfert en pleine propriété (TTCA) des actifs des clients de détail,
- de nombreuses juridictions ont interdit l'utilisation des actifs des clients pour les activités de compte propre des intermédiaires,
- le Royaume-Uni dispose d'un cadre général de protection des actifs des clients (les *Client ASSET Sourcebook* – dites *CASS Rules*) incluant des exigences européennes (Directives UCITS V et AIFM) mais également des exigences nationales (déclarations quotidiennes au superviseur).

La France dispose d'une réglementation stricte en matière de « re-hypothecation »

La France interdit le tirage sur la masse de longue date. On entend par tirage sur la masse l'opération par lequel un teneur de compte-conservateur utilise (au sens large) les titres d'un client sans son accord. Cette pratique génératrice de risque pour le client a conduit la Chambre criminelle de la Cour de cassation (*Affaire Tuffier*), dans un arrêt du 30 mai 1996, à qualifier cette pratique d'abus de confiance, sanctionnable pénalement : elle reconnaît ainsi pleinement la valeur de l'inscription en compte comme reconnaissance de la propriété des titres : « le titre dématérialisé par l'inscription au compte tenu par la personne morale émettrice ou par un intermédiaire est toujours l'objet d'un droit de propriété qui s'exerce sur la somme d'argent qu'il représente ; qu'ainsi, le titulaire du titre conserve donc un droit réel de la propriété sur la valeur matérielle du titre faisant l'objet de l'inscription en compte ». Le code monétaire et financier interdit désormais expressément la pratique sauf accord express du client.

De plus, les dispositions de l'article L.211-17 du code monétaire et financier relatives au transfert de propriété, qui déclinent le principe d'absence de crédit sans débit de titres ('no credit without debit'), interdisent toute « inflation de titres » : « Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur. Lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers [...], le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte-titres de l'acquéreur [...]. Par dérogation aux alinéas précédents, lorsque le système de règlement et de livraison assure la

¹¹ Les réformes adoptées par les Etats-Unis et l'Europe post-crise de Lehman Brothers sont détaillées dans la partie III de cette étude

livraison des titres financiers en prévoyant un dénouement irrévocable en continu, le transfert n'intervient au profit de l'acquéreur que lorsque celui-ci a réglé le prix. Tant que l'acquéreur n'a pas réglé le prix, l'intermédiaire qui a reçu les titres financiers en est le propriétaire. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités particulières de transfert de propriété applicables dans le cas prévu au présent alinéa.

Enfin, même si cet exemple dépasse le seul cas de la conservation, il convient de noter que le code monétaire et financier (art. R. 214-193-III) impose une limite à la réutilisation des titres en particulier gérés par des fonds d'investissement en ce qui concerne les suretés octroyées par lesdits fonds. Le droit à la réutilisation, qui vise uniquement les fonds professionnels à vocation générale (ex. fonds ARIA), s'applique aux actifs constituant le collatéral et est fixé à 140% de la créance du bénéficiaire de la garantie sur le fonds. La réutilisation des titres constituant la garantie, pour les OPC et les FIA autres que les fonds professionnels à vocation générale est plafonnée à 100% de la créance (art. R. 214-19 et R.214-32/8). Pour les fonds professionnels spécialisés (ex OPCVM contractuels), il n'y a pas de limite.

1.3.2. Étude de cas : les règles américaines prévoient un encadrement strict de la « re-hypothecation » des actifs des clients

Les règles 15c2-1 et 15c3-3 du Securities Exchange Act (SEA) de la Securities and Exchanges Commission (SEC) et la Régulation T de la Réserve Fédérale (règles dites « *Customer Protection Rules* ») imposent, en plus des obligations d'information et de consentement des clients, une limite à la « re-hypothecation » des actifs des clients par le *prime broker* : 140% du montant de la créance garantie du client qui lui a été nantie. Cette règle date de 1934 et a été élaborée en réponse à l'utilisation des dépôts des clients par des banques lors de la crise financière de 1929. L'objectif général de cette règle est de limiter la possibilité pour les *broker-dealers* de se servir des titres de leurs clients pour lever des montants supérieurs à ceux qu'ils prêtent à leurs clients.

En pratique, ces règles prévoient que les *broker-dealers* américains enregistrés auprès de la SEC protègent les titres de leurs clients selon des processus en deux temps :

- ils doivent maintenir, en leur possession ou sous leur contrôle, tous les « *fully paid securities* » (titres que le client a payés totalement) et les « *excess margin securities* » (titres qui n'ont pas été complètement payés ou qui sont nantis et dont la valeur de marché dépasse les 140% du solde du client). Ces titres ne peuvent faire l'objet d'une « re-hypothecation » et doivent être ségrégués des comptes du *broker-dealer* au sein d'un acteur enregistré (banque ou agent tripartite). Quant aux « *margin securities* » (les titres dont la valeur de marché est inférieure ou égale à 140% du solde du client), elles peuvent faire l'objet d'une « re-hypothecation » pour des prêts bancaires ou des opérations de *repos*,
- ils doivent conserver dans un compte en banque une réserve en espèces ou en titres considérés comme moins risqués (bons du Trésor américains) dont le montant est au moins égal aux espèces nettes dues aux clients (y compris les espèces obtenues grâce à la « re-hypothecation » des titres des clients). Le montant des espèces nettes dues au client est le résultat d'une formule mathématique.

Ainsi, si un client a acheté 100\$ de titres en utilisant 60\$ de ses propres espèces et 40\$ d'un prêt avec appel de marge, son *broker-dealer* ne peut re-hypothéquer que 56\$ (c'est-à-dire 140% du prêt de 40\$) pour financer les transactions d'autres clients. De plus, le *broker-dealer* doit maintenir en sa possession ou sous son contrôle les 44\$ restant.

En 2000, visant à accroître la fluidité du collatéral et à augmenter la liquidité des marchés obligataires, l'administration Clinton a assoupli les limites instaurées à la « re-hypothecation » sur les bons du Trésor, les obligations d'Etats fédérés et les obligations municipales en exemptant ces instruments de la règle 15c3-3 de la SEC.

Il convient de noter que les projets, publiés le 17 octobre 2012 par la SEC, d'exigences de marges imposées aux *Security-Based Swap Dealers* (SBSD) et aux *Major Security-Based Swap Participants* (MSBSP)¹² lorsque ces derniers font des transactions sur des dérivés non compensés centralement, en particulier les dispositions liées à la ségrégation des actifs, sont inspirées de la règle 15c3 de la SEC. Ainsi, les projets de règles de la SEC imposent aux SBSBD « *to promptly obtain and thereafter maintain physical possession or control of all excess securities [...] and specify certain locations where excess securities collateral could be held and would be deemed to be in the SBSBD's control* ».

¹² les SBSBD et les MSBSP sont des catégories de participants intervenant sur les marchés de dérivés sur actions régulés et supervisés par la SEC

Étude de cas : la faillite de Lehman Brothers

Considérant la limite quantitative de la « *re-hypothecation* » aux Etats-Unis et l'absence d'une telle limitation au Royaume-Uni, Lehman Brothers Inc. (entité américaine) avait transféré automatiquement la part non-soumise aux règles américaines des titres fournis en collatéral de ses clients américains à sa filiale londonienne, LBIE. Cette filiale, non soumise aux règles de la SEC/Fed, qui pouvait ainsi offrir un levier plus important, servait de *prime broker* international pour le groupe Lehman Brothers. Une fois transférés, ces titres ont fait l'objet de nombreuses opérations de '*re-use*' (le droit anglais permettant d'utiliser la totalité des actifs, et non pas une portion de ces actifs qui serait proportionnelle au risque relatif au collatéral).

Ces opérations s'appuyaient sur un mécanisme juridique articulé sur deux éléments :

- d'une part, les clients (pour la plupart, des *hedge funds*) avaient signé des accords de '*prime brokerage*' (PBA) de droit américain avec Lehman Brothers Inc. et des PBA de droit anglais avec LBIE,
- d'autre part, ils signaient des conventions cadre de droit anglais de prêt-emprunt (GMSLA) avec LBIE exclusivement.

Ainsi, selon l'effet de levier désiré, les *hedge funds* eux-mêmes déposaient leurs actifs chez Lehman Brothers Inc. ou LBIE. En cas de dépôt chez LBIE, ce dernier utilisait leurs actifs intégralement. Plus globalement, on notera que la relation contractuelle entre le *prime broker* et les *hedge funds* était très variable selon la taille du *hedge fund* : ayant une moindre capacité de négociation, les 'petits' *hedge funds* voyaient leurs actifs plus souvent réutilisés par les « *prime brokers* ».

Lors du processus de liquidation de Lehman Brothers initié en septembre 2008, de nombreux clients ont perdu le contrôle (voire la propriété) de leurs actifs pour la durée du processus de liquidation. *A posteriori*, ils ont affirmé ne pas avoir été informés de l'utilisation de leurs actifs par LBIE. La faillite de MF Global en octobre 2011 a montré un enchaînement similaire à celui de Lehman Brothers : un transfert massif des titres déposés en collatéral vers Londres, puis un transfert de ces titres pour financer et garantir les propres investissements de MF Global.

Après la faillite de Lehman Brothers et de MF Global, les *hedge funds* ont limité dans leur PBA la capacité du *prime broker* de réutiliser leurs actifs à 140% du risque pris par ce dernier lorsqu'il prête des actifs ou les utilise pour du levier. Cette renégociation a donc imposé *de facto* un plafonnement de la '*re-hypothecation*'.

DEUXIEME PARTIE

ANALYSE DES RISQUES ET AVANTAGES DU 'RE-USE' ET DE LA 'RE-HYPOTHECATION'

L'appréhension économique des opérations de « *re-use* » et de « *re-hypothecation* » se concentre sur ses impacts principaux : tout d'abord, leur rôle clé dans la chaîne de financement, qui entraîne mécaniquement une crainte quant à la diminution de ces opérations en cas de contrainte réglementaire ; et deuxièmement leur risques pour la stabilité financière.

On notera également que dans la littérature économique ou dans les données disponibles à ce stade, la distinction entre « *re-use* » et « *re-hypothecation* » n'est pas systématiquement effectuée lorsqu'il est question de réutilisation de collatéral, avec ou sans transfert de propriété entre parties. L'enjeu visé n'est pas tant en effet la protection des actifs du client ou de l'encadrement de certaines de ces opérations, que l'appréhension globale du nombre de titres « prêtables » au sein du système financier. Cependant, afin de mieux saisir les risques afférents au « *re-use* » et à la « *re-hypothecation* », notamment son rôle au sein des chaînes dynamiques de collatéral, la distinction serait nécessaire. Le terme générique de réutilisation du collatéral (sous la forme de *repo*, de prêt-emprunt de titres, ou issu de la compensation de dérivés – voir définitions en annexe-) sera donc préféré ici pour présenter l'ampleur du marché.

En raison de l'absence de données, l'ampleur estimée de la réutilisation de collatéral sous les formes évoquées précédemment diffère fortement, allant de 5 000 à 10 000 milliards de dollars avant la crise financière. En 2015, la Fed estime ce marché à 5 000 milliards de dollars pour le *repo* et à 2 000 milliards de dollars pour le prêt-emprunt de titres pour les États-Unis¹³.

En Europe, le marché du *repo* est également le plus gros marché de réutilisation du collatéral, il est établi à 5 500 milliards d'euros en début d'année 2016, en légère baisse par rapport aux 5 700 milliards de l'année précédente¹⁴, que l'on peut comparer aux 67 000 milliards d'euros que représentent les actifs totaux du système financier de la zone euro¹⁵. Le marché du prêt-emprunt de titres est lui en augmentation, atteignant plus de 560 milliards d'euros au premier trimestre 2016, composés principalement d'obligations souveraines qui sont prêtées (305 milliards d'euros en 2015), d'actions (187 milliards d'euros au premier trimestre 2016, contre 172 milliards au premier trimestre 2015), ou d'obligations *corporate* (43 milliards d'euros au premier trimestre 2016).

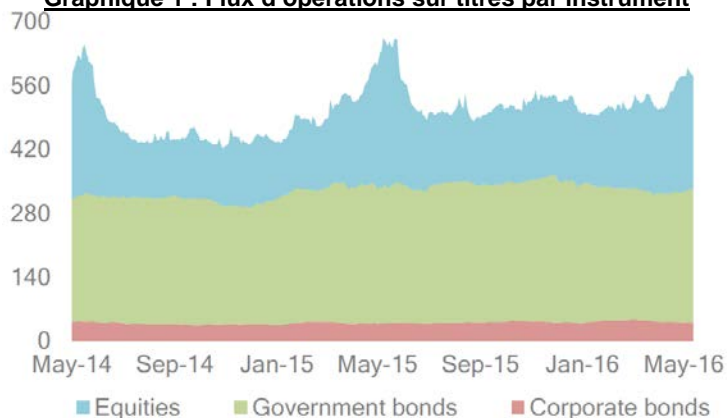
Si le *repo* concerne principalement les relations interbancaires (via une CCP ou non), le prêt-emprunt de titres, qui est davantage l'objet de cette note, concerne beaucoup d'autres acteurs du système financier, allant des compagnies d'assurance aux fonds d'investissement. Cependant, la faible ampleur de ce marché au regard du marché du *repo* et l'absence de données disponibles en l'attente de la mise en œuvre de la collecte de données mise en place par le règlement SFT rendent difficile la compréhension de l'impact de ce marché en matière de fluidité des échanges du système financier et de stabilité financière.

¹³ Viktoria Baklanova V., A. Copeland, R. McCaughrin (2015), "Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets", Federal Reserve Bank of New York Staff No. 740, décembre.

¹⁴ ESMA (2016), *Report on Trends, risks and vulnerability*.

¹⁵ ECB (2015), "Annual Report".

Graphique 1 : Flux d'opérations sur titres par instrument



Note: Total value of EU securities on loan, in EUR bn.
Sources: Markit Securities Finance, ESMA.

2.1. Les risques conjoncturels et structurels de raréfaction du collatéral sur le marché

Outil au départ utilisé par les banques centrales pour une transmission plus rapide de la politique monétaire¹⁶, les prêts-emprunts et les *repos* se sont ensuite répandus aux courtiers puis aux *hedge funds*, notamment parce qu'ils bénéficiaient jusque dans les années 1980 d'un traitement privilégié dans le droit de la faillite aux Etats-Unis et au sein de l'Union Européenne (étant exemptés de la suspension automatique des paiements des créanciers en cas de liquidation)¹⁷.

Les enjeux de l'impact économique du prêt-emprunt sont ainsi restés pendant longtemps centrés sur le rôle du *repo* dans la bonne transmission de la politique monétaire « classique ». Aujourd'hui, ces travaux ont pris une autre dimension en étudiant l'impact conjoncturel des politiques monétaires non conventionnelles (notamment d'achats directs d'actifs sur les marchés) ainsi que l'impact structurel des nouvelles réglementations financières sur la disponibilité du collatéral sur le marché. Le rapport du *Committee on the Global Financial System* de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) établissait en 2013 qu'il n'y avait alors pas de pénurie de collatéral, mais qu'il pouvait y avoir des inadéquations entre la localisation de la demande et de la fourniture de ce collatéral¹⁸.

On observe tout d'abord un effet de ciseau entre l'offre et la demande d'actifs très liquides et assortis d'un faible risque de crédit (*safe assets* ou actif « sûrs »). La demande d'actifs sûrs a augmenté durant ces dernières années pour les acteurs de marché, qui ont développé une collatéralisation accrue suite aux réformes des produits dérivés de gré-à-gré¹⁹. Parallèlement, les banques et les assurances ont également accru leur demande d'actifs sûrs, suite à l'introduction des nouvelles réglementations prudentielles (ratio de liquidité à 30 jours et un an et ratio de levier²⁰ pour les banques, traitement préférentiel des instruments de dettes bien notés dans Solvabilité 2 pour les assurances). Une analyse de la banque centrale des Pays-Bas a évalué en 2012 les besoins supplémentaires en collatéral du secteur bancaire de la zone euro à 923 milliards d'euros, pour la mise en œuvre des standards de liquidité de CRD IV et à 325 milliards d'euros, pour la compensation des produits dérivés. Au total, cela représente 17% des 7 560 milliards d'euros du marché du collatéral de qualité évalué par les auteurs²¹. À l'inverse, la pression sur l'offre d'actifs sûrs pourrait être en partie réduite par la création de nouvelles activités financières permettant l'optimisation de l'utilisation du collatéral et plus généralement par une meilleure gestion du collatéral par les institutions financières.²²

¹⁶ Le recours au *repo* permet à une banque centrale de gérer de façon flexible la liquidité du marché à court terme. Les banques ayant besoin de liquidité peuvent venir au guichet de la BCE en emprunter en échange de collatéral sous forme d'emprunt temporaire (*repo*). La Réserve Fédérale américaine pratique ces opérations depuis les années 1920, la plupart des pays développés depuis les années 1970. Voir Bank for International Settlements (1999), « Implications of repo markets for central banks ».

¹⁷ E. Perotti (2011), « Targeting the Systemic Effect of Bankruptcy Exceptions », CEPR Policy Insight No. 52.

¹⁸ CGFS (2013), « Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets ».

¹⁹ Il est observé un recours accru à la collatéralisation sur les marchés dérivés de gré à gré, estimé par l'enquête ISDA : il serait passé de 2,1 trillions de dollars en 2007 à 3,2 en 2013 (+50%). Voir International Swaps and Derivatives Association (2015), « ISDA Margin Survey 2014 ».

²⁰ Le ratio de levier ne distingue pas le niveau de risque des actifs, ni entre les éléments au bilan et en hors-bilan : il vient donc renforcer le coût des opérations de *repo*.

²¹ A. Levels, J. Capel (2012), « Is collateral becoming scarce? Evidence for the euro area », Journal of Financial Market Infrastructures, vol. 1, n° 1, p. 29-53

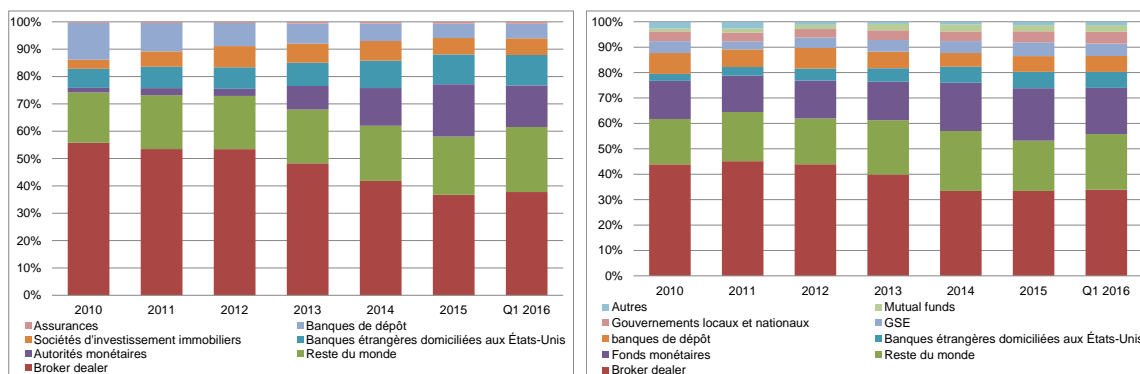
²² CGFS (2013), *Ibid.*

Cette augmentation structurelle de la raréfaction du collatéral est renforcée par les achats de titres par la Banque Centrale Européenne à travers sa politique d'assouplissement quantitatif, qui se durera *a minima* jusqu'en mars 2017. On peut présumer que son impact est à prendre en compte en raison du fait que la facilité proposée par la BCE de prêt des titres acquis via ce programme ne recouvre qu'une partie des titres achetés. Cette hausse de la demande d'actifs sûrs vient donc renforcer le recours à la réutilisation de titres ou au financement par le *repo*.

Du côté de l'offre d'actifs sûrs, il est nécessaire de séparer deux mouvements. La diminution de l'offre d'actifs sûrs à moyen terme est débattue par les économistes²³. Cependant, un tel mouvement ne semble pour l'instant pas s'être enclenché en Europe²⁴, après une première baisse de l'offre d'actifs sûrs estimée à 2 971 milliards d'euros entre 2007 et 2014, en raison de la dégradation des titres souverains des pays périphériques et des produits titrisés européens anciennement bien notés²⁵.

À ce mouvement structurel vient s'ajouter la recherche de rendement en période de taux bas. On observe dans certains pays un renforcement de la présence sur le marché du prêt-emprunt des acteurs voulant bénéficier d'un rendement supplémentaire, en réutilisant leurs titres. Ce mouvement s'observe aux États-Unis, où la part des acteurs non-bancaires est en augmentation, aussi bien en tant qu'emprunteur (à l'actif) qu'en tant que prêteur (au passif). Ainsi, les sociétés d'investissements immobiliers sont passées de 3 à 6 % du total des emprunts de *repo*, et les fonds monétaires de 15 à 18 % des prêteurs de *repo* entre 2010 et 2016 (voir graphiques)²⁶. De la même manière, la Banque d'Angleterre s'est récemment inquiétée de l'évolution de son marché, observant que les *hedge funds* sont désormais "au centre du réseau du *repo*" en représentant les plus grosses contreparties notionnelles des banques britanniques²⁷. Il n'est pas possible à ce stade de s'exprimer sur les pratiques des acteurs non-bancaires européens ou français en la matière en raison de l'absence de données sur leurs pratiques.

Graphiques 2 et 3 : répartition des acteurs prêteurs de *repo* (à l'actif, à gauche) et emprunteurs de *repo* (au passif, à droite) aux États-Unis



Source : US Financial accounts.

Manmohan Singh, économiste du FMI, évoque (2013) un « nouvel espace de collatéral » dans lequel nous serions entrés depuis la fin de la crise financière. Dans l'ancien espace de collatéral constitué par les liens historiques d'échange de collatéral entre acteurs bancaires et non-bancaires, il avait estimé la vélocité du collatéral (= le nombre de fois où il est effectivement réutilisé dans l'économie) à 2,5 à 3 fois, montrant que le *repo* et la « *re-hypothecation* » permettent de libérer des ressources et d'améliorer l'efficacité et la liquidité du marché. Cependant, dans ce « nouvel espace de collatéral » où s'ajoutent de nouveaux acteurs comme les dépositaires centraux de titres, les chambres de compensation ainsi que les nouvelles régulations et les politiques d'achat de titres par les banques centrales, il s'attend à ce que la vélocité du collatéral diminue. Il observait déjà qu'elle était tombée à une vélocité de 2 fois en 2013²⁸. Cette analyse est corroborée par l'analyse récente de Gorton et Muir (2016)²⁹, qui avance que durant les

²³ La possibilité d'une raréfaction d'actifs sûrs est débattu parmi les économistes : certains envisagent une raréfaction réelle à moyen terme, en raison de la baisse structurelle de la productivité et de la croissance (stagnation séculaire), venant dégrader le caractère « sûr » des actifs les plus utilisés, comme les bons du Trésor américains ; d'autres envisagent l'émergence à long terme de nouveaux actifs sûrs au sein d'un monde davantage multipolaire. Voir P. O. Gourinchas, O. Jeanne (2012), "Global Safe Assets", préparé pour la 11e conférence annuelle de la Banque des Règlements Internationaux.

²⁴ ESMA (2016), Ibid.

²⁵ A. Sode, V. Faubert (2013), « Raréfaction des actifs « sans risque » : estimations et perspectives », Trésor-éco n° 117, septembre.

²⁶ Source Financial Times sur données de la Réserve Fédérale. T. Alloway (2014), "Big investors replace banks in \$4.2tn repo market", FT.

²⁷ Z. Liu, J. Coen (2015), "What do we know about non-bank interconnectedness?", BoE blog Bank underground.

²⁸ Manmohan Singh (2013), "The changing collateral space", IMF Working Paper 13/25 et M. Singh (2015), « Understanding the role of collateral in financial markets », Brookings Institution, Conférence, Février 2013

²⁹ G. Gorton, T. Muir (2016), "Mobile collateral versus immobile collateral", BIS Working Paper n°561, mai 2016.

trente années pré-crise financière de 2007-8, le système financier avait évolué d'un système de collatéral immobile à un système de collatéral mobile, dans lequel les banques avaient la possibilité de prêter leur collatéral. Cependant, depuis la crise financière, les auteurs s'inquiètent d'un retour à un système de collatéral immobile, en raison des contraintes prudentielles qui rendent l'activité de prêt de titres trop coûteux. L'impact du ratio prudentiel de liquidité, notamment, pourrait favoriser d'autres formes de dette bancaire et rendre le système plus instable.

De même, les économistes de l'ESMA ont étudié la raréfaction du collatéral en Europe entre 2013 et 2015 afin d'étudier son impact sur la liquidité de marché et les coûts de financement³⁰. Ils étudient le rôle joué par le marché du *repo* et plus spécifiquement les canaux de transmission de l'offre et de la demande en collatéral « spécifique », qui est davantage privilégié (et donc coûteux) pour les acteurs de ce marché³¹. La détermination du niveau du recours au *repo* est approchée par le niveau d'activité entre courtiers (*broker to broker activity*). Leur étude permet de montrer l'effet significativement positif du *repo* sur la présence du collatéral de qualité sur le marché, et donc son rôle dans l'amélioration de la fluidité des échanges.

2.2. Les risques possibles sur la stabilité financière liés au « re-use » du collatéral et à la « re-hypothecation » des actifs des clients

Les bénéfices de la réutilisation de collatéral semblent inhérents à sa nature : en offrant la possibilité pour un agent d'utiliser dans d'autres fonctions des titres disponibles dans son bilan, elle augmente mécaniquement l'offre de titres disponibles sur le marché pour les opérations de financement à court terme, de compensation de transactions, ou de transformation de la qualité de crédit des titres détenus. Elle constitue ainsi une source indispensable de financement pour les banques et les établissements financiers, ainsi qu'un instrument essentiel pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Pour les fonds, elle permet également de maximiser le rendement de leur portefeuille en prêtant leurs titres ou de lever des fonds à investir. En cela, la réutilisation du collatéral constitue un moyen d'améliorer le fonctionnement du marché (profondeur, liquidité, efficacité de la détermination des prix).

Cependant, les risques systémiques qui lui sont attachés sont également bien identifiés :

- risque d'interconnexion, qui peut entraîner de fortes tensions suite à des ventes forcées issues d'une accélération des appels de marge ou à un durcissement des critères d'éligibilité du collatéral ;
- augmentation du levier des acteurs, notamment des banques et des *broker dealers* qui utilisent le prêt-emprunt notamment pour financer leurs inventaires ;
- procyclicité des opérations de prêt-emprunt : la possibilité de rendre inéligibles certaines classes d'actifs comme collatéral dans des situations de stress peut accélérer des tensions financières nées de ventes forcées ou entraîner un assèchement de la liquidité. Le caractère procyclique des décotes (*haircuts*) est pour l'instant non vérifié par la première étude d'impact du FSB, qui conclut à l'augmentation des *haircuts* durant la crise mais à leur absence de baisse par la suite³² ;
- risque de complexité, dans certaines juridictions, qui rend difficile l'identification des droits de propriété et des contreparties, pouvant mener à déstabiliser certains marchés en cas de stress ;
- risque de marché, découlant de la volatilité des prix ainsi que de la possibilité plus ou moins grande de récupérer la valeur du titre en le vendant, et pouvant se propager à d'autres acteurs.

Enfin il est possible de citer deux autres risques non systémiques, le risque de contrepartie et le risque opérationnel, qui peuvent être encadrés par la mise en place de décotes et la compensation de ces transactions.

³⁰ M. Ferrari, C. Guagliano, J. Mazzacurati (2016), "The collateral scarcity premium in European repo markets", ESMA Report on trends, risks and vulnerabilities, n°1.

³¹ La « spécificité » du collatéral est un indicateur du surcoût de la rareté du collatéral, surcoût que l'emprunteur est prêt à payer afin de bénéficier d'un collatéral qu'il a choisi ou qu'il doit livrer (au contraire d'un collatéral aléatoirement attribué lors de la transaction). Elle est définie comme la différence entre le taux de *repo* d'un collatéral « général » et le taux de *repo* pondéré du collatéral étudié.

³² FSB (2014), "Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions : procyclicality of haircuts, evidence from the QIS1", octobre 2014.

On peut résumer les avantages et risques liés à la réutilisation du collatéral au tableau suivant :

Avantages	Risques
fluidification des flux de financement et amélioration de la liquidité, de la profondeur et de la détermination des prix	construction de levier
optimisation et amélioration du rendement des portefeuilles	interconnexion, contagion
baisse des coûts de financement et nouvelles possibilités de financement	pro-cyclicité
transmission de la politique monétaire	illusion de transactions sécurisées
	complexité des chaînes dynamiques de collatéral, perte d'information

Divers outils peuvent venir minimiser ces risques sans les éliminer totalement : sûretés et dépôt de garantie initial, valorisation quotidienne à la valeur de marché, plafonnement des positions vis-à-vis des contreparties, limite de concentration sur certains titres, encadrement du levier permis par le recours au prêt-emprunt de titres.

Cependant peu d'auteurs se sont penchés sur l'arbitrage entre la disponibilité du collatéral permise par sa réutilisation et le risque lié aux chaînes dynamiques de collatéral.

L'un d'entre eux, V. Maurin (2015), à l'aide d'un modèle théorique, conclut à l'intérêt de la « *re-hypothecation* » comme l'un des outils les plus efficaces pour améliorer la circulation du collatéral et améliorer l'efficacité des marchés. En pratique, c'est en effet le moins cher : comparé à d'autres formes d'ingénierie financière qui nécessiteraient la création de nouveaux contrats, la *re-hypothecation* ne nécessite que l'approbation et l'information du client au sein d'un contrat existant. L'auteur montre également que la « *re-hypothecation* » est particulièrement utile au sein de marchés incomplets ou en cas de pénurie de certains titres sur le marché. Cependant, dans de tels cas de diminution du collatéral disponible, l'auteur montre également que la « *re-hypothecation* », par l'augmentation du levier, vient fragiliser la chaîne de crédit et augmente les risques de liquidité et de contagion.

À ce stade, le débat reste ouvert dans la littérature économique quant à l'impact des règles d'encadrement des opérations de « *re-use* » du collatéral, en raison du double enjeu qu'elles revêtent : celui de maintenir la stabilité financière et celui de veiller à la disponibilité d'actifs de bonne qualité dans l'économie. Selon les modalités d'encadrement (plafonnement de la réutilisation du collatéral, *haircuts*, amélioration de sa transparence et de l'information du client, etc.), on peut s'attendre à des effets collatéraux dont les conséquences sont actuellement inconnues, en raison (i) du manque de données disponibles sur le marché du prêt-emprunt et ses acteurs ; (ii) de l'absence à ce stade, de vision globale de la réglementation tenant compte des effets de bords sur la stabilité financière.

TROISIEME PARTIE

QUELLES REGLES APPLICABLES AU 'RE-USE' ET A LA 'RE-HYPOTHECATION' ?

Pour résoudre les failles mises en lumière lors de la faillite de Lehman Brothers et de MF Global, différentes juridictions ont réformé leur cadre réglementaire. Ces révisions ont eu pour objets de mieux informer et protéger les clients s'engageant dans des opérations de « *re-hypothecation* » en introduisant des conditions strictes à la « *re-hypothecation* » et un régime de responsabilité de l'intermédiaire. Diverses initiatives réglementaires sont également venues restreindre la possibilité de réutiliser le collatéral remis en garantie d'opérations financières. Dans une perspective plus macro-prudentielle, le FSB a également mené des analyses sur le « *re-use* » et la « *re-hypothecation* » dans le cadre de ses travaux sur le *shadow banking*.

Il apparaît ainsi qu'au-delà de quelques ambiguïtés sémantiques, l'intention est clairement d'une part de protéger les actifs des clients de toute utilisation faite à leur insu ou les mettant en risque (*re-hypothecation*) et d'autre part, le renforcer la protection offerte par le collatéral en évitant sa réutilisation illimitée.

3.1. Post-crise, les Etats-Unis ont adopté une réforme du collateral management tripartite et ont introduit de nouvelles règles de transparence des fonds

- *La réforme du collateral management tripartite*

Jusqu'à 2013, le fonctionnement du marché américain du *collateral management* reposait sur un double mécanisme : (i) le débouclage tous les matins, par les agents tripartites, de toutes leurs transactions, y compris celles non arrivées à maturité, (ii) la re-collatéralisation, en soirée, des transactions non encore arrivées à maturité par des positions financées pendant la journée avec des lignes de crédit fournies par ces mêmes agents tripartites à leurs clients. Il convient de souligner que le marché américain se caractérisait par une très grande concentration : deux banques (JP Morgan³³ et BNY Mellon) assurant les fonctions d'agents tripartites représentant 80 % du marché.

Ce fonctionnement, fondé sur le débouclage/rebouclage des transactions, rendait les acteurs du marché du *repo*, et notamment les broker-dealers, dépendants des extensions de crédit intrajournalier accordées par les agents tripartites. En temps de crise, une telle dépendance aurait pu s'avérer fortement procylique.

En réponse à ce risque, les autorités américaines ont initié en 2012 une réforme d'ampleur de leur marché du *collateral management*, sur la base d'une feuille de route élaborée par une *Task Force* composée de représentants de l'industrie et présidée par la *Federal Reserve Bank* de New York. La réforme avait pour objectifs de réduire la dépendance du marché du *repo* aux crédits *intraday* par les agents tripartites et de renforcer la gestion du risque de crédit et de liquidité par les participants. Selon la *Federal Reserve Bank* de New York³⁴, cette réforme avait atteint en 2015 une grande partie des objectifs (réduction significative du volume de *triparty collateral management* financée par des crédits *intraday*, changement dans les pratiques de marché des acteurs relatives à la gestion du risque de crédit et de liquidité).

- *L'introduction de règles de transparence des fonds*

Par ailleurs, la SEC a récemment proposé des règles³⁵ visant à moderniser et renforcer les exigences de transparence des fonds aux régulateurs et à leurs investisseurs. Ces nouvelles exigences incluent notamment la transparence d'informations sur les titres ayant fait l'objet d'une réutilisation (opérations de prêt-emprunts et de *repos*). Il convient de souligner que ces règles ne couvrent pas l'autorisation expresse par les investisseurs de la « *re-hypothecation* » de leurs actifs.

³³ En juillet 2016, JP Morgan a annoncé vouloir se désengager de cette activité

³⁴ https://www.newyorkfed.org/newsevents/statements/2015/0624_2015.html

³⁵ <http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-95.html>

3.2. Post-crise, en Europe, le recours au « re-use » et à la « re-hypothecation » a été strictement encadré par l'introduction de nouvelles exigences réglementaires sectorielles

Si les termes sont parfois utilisés indifféremment³⁶, pouvant en cela entraîner le sentiment d'une incohérence dans la réglementation, il s'avère au contraire que le régime européen du « re-use » et de la « re-hypothecation » présente une réelle cohérence :

- la « re-hypothecation », c'est-à-dire la possibilité d'utiliser les avoirs des clients, n'est permise que dans la mesure où le client y a consenti et en a pleinement mesuré la portée. On assiste toutefois à un renforcement de son encadrement réglementaire (par l'introduction de règles plus strictes pour certains secteurs, par exemple les fonds dans la directive OPCVM V) pour s'assurer du consentement éclairé du client, voire à une interdiction lorsque le risque paraît trop important.
- le « re-use », c'est-à-dire la réutilisation du collatéral, fait souvent l'objet d'un régime différencié selon qu'il est versé sous forme de titres ou d'espèces et n'est permis que dans des cas particuliers (collatéral en espèces versé dans le cadre des échanges de marges bilatérales pour les opérations de dérivés OTC non compensés centralement).

3.2.1. Les directives AIFM et OPCVM introduisent un régime de responsabilité du dépositaire et une obligation d'information du client en cas de « re-hypothecation » des actifs des fonds

- S'agissant de l'utilisation par le dépositaire des actifs des fonds :

La directive AIFM encadre le recours à la 're-hypothecation' par ces acteurs. L'article 14(3) de cette directive dispose que, dès lors qu'un gestionnaire a recours, pour le compte d'un FIA, aux services d'un *prime broker*, « toute possibilité de transfert et de réemploi ('re-use') des actifs du FIA est stipulée dans le contrat [signé avec le *prime broker*] et satisfait au règlement du FIA ou à ses documents constitutifs. Le contrat prévoit que le dépositaire [du FIA] est informé dudit contrat ». L'article 15(4) précise que les « gestionnaires fixent la portée du droit de réemploi d'un collatéral ou d'une garantie qui pourraient être accordés au titre des aménagements relatifs à l'effet de levier, compte tenu, notamment du type de FIA, de la stratégie d'investissement du FIA, des sources de l'effet de levier, de toute autre interdépendance ou relation pertinente avec d'autres établissements de services financiers susceptibles de présenter un risque systémique, de la nécessité de limiter l'exposition à une seule contrepartie, du degré de garantie dont l'effet de levier est assorti, du ratio actif-passif et du volume, de la nature et de l'étendue de l'activité du gestionnaire sur les marchés concernés ». L'article 21 (10) précise que les actifs détenus par un dépositaire « ne sont pas réutilisés par le dépositaire sans l'accord préalable du FIA ou du gestionnaire agissant pour le compte du FIA ».

Pour les OPCVM, la directive OPCVM V indique à l'article 22(7) que « les actifs détenus en conservation par le dépositaire ne sont pas réutilisés, pour son propre compte, par le dépositaire ou par tout tiers auquel la fonction de conservation a été déléguée ». Cet article définit par ailleurs le « re-use » comme « toute opération portant sur des actifs conservés, y compris leur transfert, leur engagement, leur vente et leur prêt, sans toutefois s'y limiter ».

Ces exigences sont conformes aux standards internationaux définis par IOSCO en novembre 2015³⁷ qui prévoient notamment que les actifs des « *collective investment schemes* » déposés auprès d'un conservateur par l'entité dépositaire ne doivent pas être réutilisés par le conservateur (ou par une tierce partie à qui la fonction de conservateur a été déléguée) sans le consentement préalable ou sans instruction de l'entité responsable.

- S'agissant du collatéral reçu par des fonds :

L'article 43 (i) des Orientations sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM publiées par l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) en juillet 2012 prévoit que les actifs déposés « autres qu'en espèces ne devraient pas être vendus, réinvestis ou mis en gage », interdisant toute réutilisation du collatéral reçu lorsqu'il n'est pas constitué en espèce. La réutilisation du collatéral versé sous forme d'espèces fait elle-même l'objet de conditions strictes.

³⁶ voir point 1.1.2 de l'étude

³⁷ IOSCO, *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*, novembre 2015

3.2.2. Le règlement EMIR précise les modalités de réutilisation (re-use) de collatéral par les CCP et dans le cadre des échanges de marges bilatérales

- S'agissant des marges versées aux CCP :

L'article 39 (8) du règlement 2012/648/UE sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (dit 'Règlement EMIR') publié en 2012 reconnaît aux chambres de compensation (CCP) un « *right of use* » des marges³⁸ et des contributions au fonds de défaillance³⁹ des adhérents dans l'hypothèse où ces actifs sont versés à titre de sûretés (c'est-à-dire *via* un contrat « SCA »). Ce « *right of use* » peut être exercé par les CCP si plusieurs conditions sont satisfaites :

- le recours à ce type de contrats doit être prévu par les règles de la CCP,
- l'adhérent compensateur doit confirmer par écrit son acceptation des règles de fonctionnement et
- le '*right of use*' doit être rendu public.

Il convient toutefois de rappeler que ce droit est par définition limité dans la mesure où la politique d'investissement de la CCP est très encadrée : en effet, l'article 47 prévoit notamment qu'une CCP doit investir ses ressources financières « *seulement en espèces ou dans des instruments financiers très liquides comportant un risque de marché et de crédit minimal* » et que les « *investissements d'une contrepartie centrale sont liquidables à bref délai, avec un effet négatif minimal sur les prix* ».

Ces dispositions sont conformes aux principes internationaux pour les infrastructures de marchés financiers (PFMI) publiés en 2012. Ces principes prévoient que les infrastructures de marché (les CCP et les dépositaires centraux de titres) doivent disposer :

- de système de *collateral management* permettant de « *surveiller l'ampleur de la réutilisation des sûretés (en espèces ou non) ainsi que les droits d'une IMF sur les sûretés que lui ont remises ses contreparties* » (Principe 5) et
- de règles claires et transparentes encadrant la réutilisation de sûretés, précisant notamment les conditions dans lesquelles l'infrastructure est autorisée à réutiliser les sûretés de ses participants et détaillant les modalités de restitution des sûretés aux participants (Principes 5 et 23).

En France, le collatéral déposé à la CCP est versé généralement en pleine propriété

L'article L.440-7 du code monétaire et financier prévoit que « *les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de services d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou garantie des positions prises sur des instruments financiers prennent la forme d'une garantie financière [sous forme de garantie ou de sûreté] ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement* ».

Selon l'article 7 du chapitre 4 (relatif au collatéral accepté au titre des exigences de couverture) du titre IV (Gestion des risques) des règles de fonctionnement du segment '*Cash, Derivatives, Fixed Income & Triparty Repos*' de la CCP française, « *le collatéral déposé par les adhérents compensateurs au titre de leurs obligations financières est transféré en pleine propriété* ». Selon l'article 3.4 de la section 3 ('*Transfer of collateral*') des règles de fonctionnement du segment '*OTC Credit Default Swaps*' de cette même CCP, le collatéral en titres peut être versé '*i) by way of full title transfer to be recorded in its House Collateral Account, and in the case of a CCM only, in any of its CCM Client Collateral Accounts, in which case the relevant securities will be transferred to LCH.Clearnet SA, its nominated custodian or Central Securities Depository [...]; or ii) by way of security interest under the Pledge Agreement to be recorded in its House Collateral Account, and in the case of a CCM only, in any of its CCM Client Collateral Accounts, in which case relevant securities will be transferred to the relevant LCH.Clearnet SA pledged account(s) opened in the books of Euroclear Bank by instruction through Euroclear Bank [...]*'. Ces règles prévoient également que pour les bons du Trésor américain (*US T-Bills*) versés à la CCP par un adhérent compensateur agréé par la CFTC (ayant le statut de *Futures Commission Merchant*) au nom de ses clients, le collatéral doit être versé avec constitution de sûreté (SCA).

- Concernant les transactions de dérivés non soumis à l'exigence de compensation centrale (mais faisant l'objet d'exigences d'échange de marges bilatérales)

Le projet de règlement délégué incluant des normes techniques de réglementation relatives aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale publié par la Commission européenne le 4 octobre 2016 prévoit des dispositions spécifiques relatives à la réutilisation des marges. Selon l'article 20 de ce projet de règlement, il est

³⁸ Les marges initiales peuvent être versées en espèces ou en titres. Les marges de variation sont généralement versées en espèces.

³⁹ Les contributions au fonds de défaillance sont généralement versées en espèces.

interdit pour une contrepartie qui collecte des marges initiales de les réutiliser. Le même article prévoit toutefois qu'un teneur de compte ou conservateur tiers puisse réinvestir la marge initiale reçue en espèces.

Cette proposition de RTS est conforme au cadre international sur les exigences de marges s'appliquant aux transactions de dérivés non soumis à l'exigence de compensation centrale (cadre élaboré par *Working Group on Margin Requirements – WGMR* de l'OICV et du Comité de Bâle). Ce cadre publié en 2013 et amendé en 2015 pose le principe général d'une interdiction de réutilisation des marges initiales et limite les exceptions à ce principe à des cas particuliers soumis à des conditions strictes.

3.2.3. La directive MIF II encadre la re-hypothecation par les entreprises d'investissement des actifs de leurs clients de détail déposés en pleine propriété

La directive MIF 2 impose à l'entreprise d'investissement, lorsqu'elle utilise les avoirs des clients, à mettre en œuvre des procédures visant à garantir les droits de propriété des clients et à soumettre l'utilisation des instruments financiers du client pour compte propre à l'autorisation préalable des clients. De plus, l'article 16 (10) de la MIF 2 interdit à une entreprise d'investissement de conclure des accords de type TTCA avec des clients de détail dans le but de sécuriser ou de couvrir les obligations présentes ou futures des clients. La directive d'application de la directive MIF 2, qui précise notamment les modalités d'application de l'article 16, a été adoptée le 7 avril 2016. L'article 5 de cette directive d'application prévoit ainsi d'interdire aux entreprises d'investissement de s'engager dans des opérations de financement sur titres (SFT) en « *utilisant les instruments financiers qu'elles détiennent au nom d'un client ou d'utiliser de tels instruments financiers de quelque autre manière pour leur propre compte ou le compte de toute autre personne (ou de tout autre de leurs clients), à moins que les deux conditions suivantes ne soient remplies:*

- (a) *le client a donné au préalable son consentement exprès à l'utilisation des instruments dans des conditions précises, par écrit, avec confirmation par sa signature ou par un mécanisme de substitution équivalent;*
- (b) *l'utilisation des instruments financiers de ce client est limitée aux conditions précises auxquelles il a consenti».*

De plus, cet article dispose que « *les entreprises d'investissement prennent des mesures appropriées pour empêcher l'utilisation non autorisée d'instruments financiers de clients pour leur propre compte ou le compte de toute autre personne* ».

Ces dispositions sont cohérentes avec les principes de l'OICV sur la protection des actifs des clients⁴⁰ publiés en janvier 2014. Ces principes et leurs mesures d'application prévoient notamment, pour chaque intermédiaire :

- une obligation de tenir compte des risques accrus qui résulteraient de certaines pratiques comme l'exercice du droit de réemploi (« *re-hypothecation* ») des avoirs des clients et
- une obligation d'obtenir et archiver l'accord explicite du client, le cas échéant sur un document spécifique présentant les risques encourus, en cas de renonciation par celui-ci à tout ou partie de ses droits sur les avoirs (par exemple, s'il autorise l'intermédiaire à les prêter).

3.2.4. Régime de résolution bancaire

Par ailleurs, le FSB a publié en octobre 2014 un rapport sur la protection des actifs des clients dans les régimes de résolution de crises bancaires⁴¹. Ce rapport, placé en annexe des *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* du FSB, a pour objectif de permettre la restitution (ou le transfert à un établissement tiers) des avoirs des clients détenus par l'établissement en résolution. De nombreux points du rapport sont consacrés à l'archivage de certaines transactions comme le prêt de titres, la remise de collatéral et la « *re-hypothecation* » des actifs des clients : *'in order to facilitate the rapid transfer or return of client assets, firms should be required to maintain information systems and controls that can promptly produce, both in normal times and during resolution, [...], information on [...] the amount, nature and ownership status of client assets held directly or indirectly by the firm, the identity of the clients, the location of the client assets, how the assets are held (that is, by the firm, an affiliate or third party custodian or sub-custodian) and the identity of all relevant depositories, the terms and conditions on which the client assets are held, including contractual arrangements between the firm and the client and any third party holding the client assets, the type of segregation ("omnibus" or "individual"), if applicable, at all levels of a holding chain and the effects of the segregation on the clients' ownership right, [...] the existence and exercise of any rehypothecation or rights of use by the firm, including details of the assets that have been re-hypothecated or used and the legal consequences of the exercise of those rights on the clients' rights over those assets'*.

⁴⁰ IOSCO, *Recommendations Regarding the Protection of Client Assets*, janvier 2014

⁴¹ FSB, *Appendix II- Annex 3 Client Asset Protection in Resolution*, Octobre 2014

Renforcement de la protection des actifs des clients dans le corpus réglementaire britannique (Client Asset Sourcebook)

Suite à la chute de *Lehman Brothers*, les autorités britanniques ont également procédé à une révision de leur cadre réglementaire touchant à la protection des actifs des clients, via une modification du *Client Asset Sourcebook* (*CASS Rules*).

Les *CASS Rules* visent essentiellement à instaurer un régime de responsabilité des prestataires de services d'investissement (PSI) concernant la protection des actifs de leurs clients de manière transversale (intégrant des éléments du droit de la faillite, de la propriété et du droit des titres) : ce régime se décline en des exigences de plusieurs types très détaillées (règles de gouvernance et régime de responsabilité pour les *managers*, *reporting* quotidien des actifs, obligation de ségrégation, dispositions sur le régime de conservation et sous-conservation, interdiction de réutilisation des actifs des clients *retail*...). Bien qu'intégrant en grande partie les éléments des textes européens sectoriels (régime du dépositaire de la directive OPCVM V, protection des actifs des clients de la directive MIF II, obligation de bonne conduite des opérations de règlement-livraison...), les *CASS Rules* constituent un type de réglementation originale qui tient compte des spécificités du marché britannique (dématérialisation des titres non complètement aboutie, absence de comptabilité titres et de règle de débit/crédit, constitution de *trusts* sur les titres).

La révision des *CASS Rules*, entrée en vigueur en juin 2015, est notamment passée par un renforcement de la transparence des risques vis-à-vis des clients des *prime brokers* et l'introduction de déclarations (*reporting*) quotidiennes des actifs faisant l'objet d'une « *re-hypothecation* ».

Les *CASS Rules* recouvrent la protection des titres et des espèces et traitent ces deux types d'actifs de manière distincte⁴². Selon les *CASS Rules*, l'exercice du droit de réutilisation (« *re-hypothecation* ») sur les actifs des clients via un contrat de TTCA entraîne plusieurs conséquences: (i) d'une part s'éteint l'obligation de protection des avoirs car la propriété est perdue par le client mais (ii) d'autre part, d'autres obligations vont s'appliquer (obligations comptables et d'enregistrement : l'intermédiaire doit avoir une comptabilité d'engagement qui indique qu'il doit avoir une dette de restitution de ce titre).

3.2.5. Le règlement SFTR introduit un encadrement général des opérations de re-use du collatéral

L'article 15 du règlement européen relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation (dit 'Règlement SFTR') publié en novembre 2015 encadre strictement le droit à la réutilisation (« *re-use* ») d'instruments financiers reçus en collatéral. L'article 15 introduit deux ensembles de conditions :

- Les conditions pour le droit au *re-use* :
 - (i) le receveur du collatéral doit informer le constituant du collatéral par écrit des risques encourus (notamment en cas de défaillance) et
 - (ii) pour le collatéral versé à titre de sureté (c'est-à-dire via un contrat SCA) : fourniture obligatoire du consentement exprès préalable du constituant du collatéral, attesté par une signature, à un accord ou autre procédé équivalent, et pour le collatéral versé en pleine propriété (c'est-à-dire via un TTCA) : conclusion d'un contrat de type TTCA.
- Les conditions pour l'exercice de ce droit :
 - (i) le « *re-use* » se fait selon les termes du contrat SCA ou TTCA et
 - (ii) les instruments financiers versés en collatéral sont transférés du compte de la contrepartie qui les a fournis⁴³ (principe du débit).

L'article 15 précise également que ces dispositions sont sans préjudice de législation sectorielle plus stricte, en particulier des directives Collatéral et MIF, et de droits nationaux visant à assurer un niveau de protection plus élevé des contreparties fournissant les garanties.

⁴² Il convient de noter que la jurisprudence française a reconnu une telle distinction, bien que plus récemment (arrêté de 2007 sur le cantonnement des espèces).

⁴³ Suite à des négociations entre Etats Membres au sein du Conseil, le principe du « crédit » (c'est-à-dire préciser que les instruments financiers versés en collatéral sont crédités sur le compte de la contrepartie qui les reçoit) n'a pas été retenue dans la formulation finalement retenue.

Schéma 4 : réutilisation des titres fournis en TTCA (Article 15 du règlement SFTR)

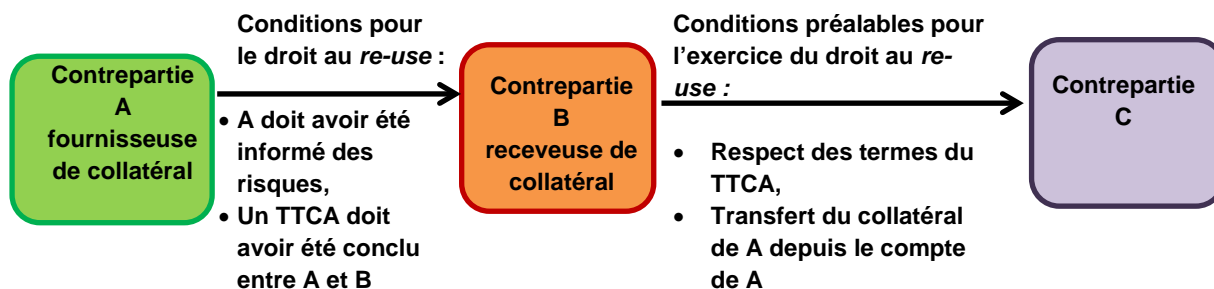
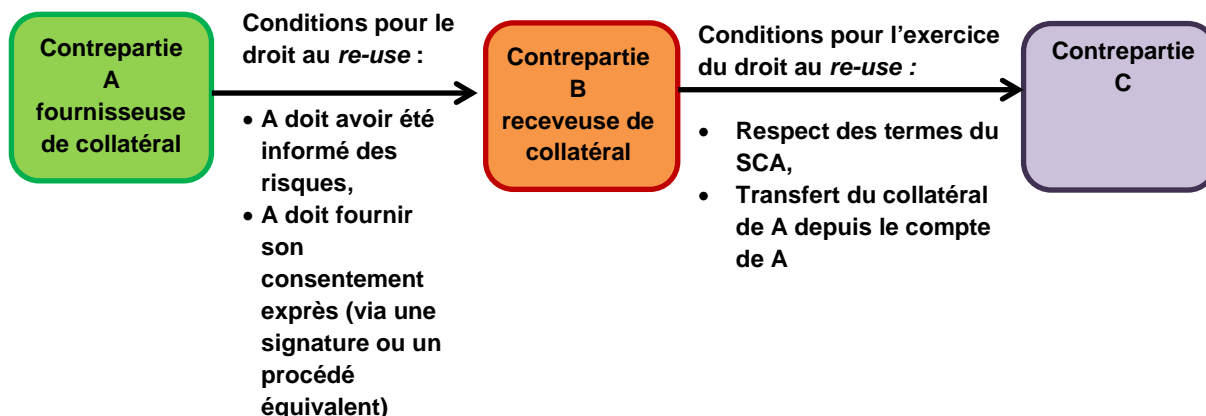


Schéma 5 : réutilisation des titres fournis en SCA (pledge) (Article 15 du règlement SFTR)



L'encadrement du *re-use* tel que prévu par l'article 15 du règlement SFTR est cohérent avec la première partie de la recommandation 7 du Rapport *Shadow Banking*⁴⁴ du FSB.

Cette recommandation est en effet articulée sur trois éléments :

- (i) les intermédiaires financiers doivent être suffisamment transparents vis-à-vis de leurs clients concernant la « *re-hypothecation* » des actifs de ces derniers,
- (ii) les actifs des clients peuvent faire l'objet de « *re-hypothecation* » par un intermédiaire pour financer les positions longues et couvrir des positions courtes mais ne devraient pas servir à financer les activités pour compte propre de l'intermédiaire,
- (iii) seules les entités soumises à une réglementation adéquate du risque de liquidité sont autorisées à s'engager dans des opérations de « *re-hypothecation* ».

Par ailleurs, l'article 4 du règlement SFTR prévoit que les contreparties aux opérations de financement sur titres (SFT) soient soumises à une obligation de déclaration de ces opérations à des référentiels centraux (TR). Parmi les éléments faisant l'objet d'une telle obligation de déclaration figurent notamment les actifs versés en collatéral des SFT, leur type, leur qualité de crédit, le mode de versement du collatéral (SCA ou TTCA) et l'existence (ou non) d'un droit de réutilisation. Les modalités de déclaration de ces éléments doivent être précisées dans des standards techniques qui devront être soumis à la Commission européenne d'ici janvier 2017 et qui font actuellement l'objet de travaux au sein de l'ESMA⁴⁵.

3.3. Au niveau international, une attention approfondie a été accordée à la réutilisation du collatéral

Concomitamment au renforcement des différents dispositifs réglementaires européens et nationaux encadrant les opérations de « *re-use* » du collatéral et de « *re-hypothecation* » des actifs des clients, divers travaux ont également été initiés au niveau international notamment par le FSB et l'OICV

⁴⁴ FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 29 août 2013

⁴⁵ Le 11 mars l'ESMA a initié une consultation publique sur la mise en œuvre de SFTR : <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-securities-financing-transaction-regulation>. Cette consultation s'est achevée le 22 avril 2016. L'ESMA doit transmettre ses projets de RTS à la Commission européenne au plus tard le 13 janvier 2017.

(Organisation Internationale des Commissions de Valeurs). Ces travaux, qui se poursuivent encore aujourd'hui, ont été menés en deux phases :

- de 2012 à 2014, l'élaboration par différents groupes internationaux de recommandations sectorielles (gestion d'actifs, infrastructures de marché, encadrement des obligations des intermédiaires) liées au « *re-use* » du collatéral et à la « *re-hypothecation* » des actifs des clients et,
- depuis 2014, la vérification de la mise en œuvre de ces recommandations, la rationalisation des travaux par le FSB et la focalisation sur la dimension macro-prudentielle.

3.3.1. De 2012 à 2014/2015 : l'introduction de recommandations sectorielles spécifiques sur le « *re-use* » du collatéral et la « *re-hypothecation* » des actifs des clients

Les différents groupes de travail internationaux (CPMI, FSB, OICV, WGMR) ont systématiquement intégré des recommandations sur le « *re-use* » du collatéral et la « *re-hypothecation* » des actifs des clients. Ces dispositions ayant été précédemment détaillées, elles ne sont que répertoriées ci-après :

Pour l'encadrement de la « *re-hypothecation* » des actifs des clients :

- Encadrement de la « *re-hypothecation* » : Rapport du FSB sur le *Shadow Banking* (2013), recommandant que les intermédiaires informent leurs clients des risques et enjeux liés à la « *re-hypothecation* », notamment en cas de défaut de l'intermédiaire
- Régimes de résolution des intermédiaires : Annexe aux *Key Attributes for Effective Resolution Regimes* du FSB sur la protection des actifs en résolution (2014), imposant notamment des obligations d'information et d'archivage minimales,
- Fonction 'dépositaire' des actifs des OPC : *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes Assets* (2015)
- Fonction 'conservateur' des intermédiaires : *Recommendations regarding the Protection of Client Assets* (2014)

Pour l'encadrement du « *re-use* » du collatéral :

- Principes pour les Infrastructures de Marché (PFMI) : principes de l'OICV (2012),
- Dérivés non-centralement compensés : rapport du WGMR (2013),
- Rapport du CPMI sur le *collateral management* (2014)

La concomitance des initiatives nationales, européennes et internationales a permis d'atteindre un haut niveau de conformité des initiatives européennes sectorielles concernant la « *re-hypothecation* » des actifs des clients et le « *re-use* » du collatéral.

3.3.2. Depuis 2015 : vérification de la mise en œuvre des recommandations, rationalisation des travaux et focalisation sur la dimension macro-prudentielle sous l'égide du FSB

Depuis 2015, les travaux internationaux sur le « *re-use* » du collatéral et sur la « *re-hypothecation* » des actifs des clients ont connu trois évolutions majeures :

- les instances internationales se sont engagées dans un travail d'évaluation de la mise en œuvre, par leurs juridictions membres, des recommandations/standards qu'elles ont respectivement édictés. Ce travail vise à encourager une convergence mais permet également, quand cela est nécessaire, d'ajuster certains éléments (comme, par exemple, le calendrier de mise en œuvre). Ce travail d'évaluation est toujours en cours,
- l'établissement, par le FSB, d'un groupe d'experts sur le « *re-use* » du collatéral et la « *re-hypothecation* » des actifs des clients, a été l'occasion pour le FSB de structurer les travaux sectoriels liés à ces opérations menés par les différents groupes internationaux. Ce groupe d'experts poursuit en effet plusieurs objectifs :
 - (i) identifier les risques systémiques liés aux opérations de « *re-use* » du collatéral et, dans une moindre mesure, de « *re-hypothecation* » des actifs des clients,
 - (ii) fournir un cadre général d'analyse (fonctionnement, risques et bénéfices) de ces opérations,
 - (iii) faire un point sur les démarches entreprises par les régulateurs internationaux et les différentes juridictions pour répondre aux risques identifiés et,
 - (iv) de proposer, le cas échéant, des recommandations d'actions visant à répondre aux points constituant encore des risques,
- Le FSB a également focalisé ses travaux sur la dimension macro-prudentielle **(i)** du suivi des risques liés aux opérations de « *re-use* » du collatéral (en proposant un cadre général de *reporting* pour les SFT permettant une agrégation au niveau global et qui permet notamment de suivre la réutilisation du

collatéral dans une chaîne de transactions) et **(ii)** des outils d'encadrement de ces opérations (en introduisant des niveaux planchers de décotes pour certaines SFT⁴⁶).

CONCLUSION

Les analyses sur les bénéfices, les risques et le fonctionnement des opérations de '*re-use*' du collatéral et de la '*re-hypothecation*' des actifs des clients ainsi que les démarches entreprises par les régulateurs internationaux et des différentes juridictions ont montré l'importance fondamentale de ces opérations pour les marchés financiers.

De nombreux participants de marché ont souligné que les exigences de collatéral de haute qualité contenues dans un certain nombre de réglementations européennes nouvelles (Solvabilité II, CRD IV, EMIR...) ont profondément transformé le marché du collatéral, en accroissant la demande de collatéral de haute qualité et en asséchant une partie de l'offre. Dans cette optique, les opérations de réutilisation de collatéral peuvent constituer une option permettant d'accroître la disponibilité du collatéral de haute qualité. C'est dans cette perspective que de nombreux participants de marché et des banques centrales ont développé des solutions permettant de gérer au mieux la quantité, la disponibilité et la circulation du collatéral.

Si ces opérations présentent des risques (pro-cyclicité, contagion, arbitrage réglementaire), il semble que ces risques ont fait l'objet de réponses qui peuvent paraître adéquates et complètes ou font actuellement l'objet d'un suivi particulier, notamment via des exigences de *reporting*. Il ressort en effet de l'analyse des différentes réglementations que dans tous les cas, les actifs d'un client, déposés ou remis à titre de garantie, ne peuvent être réutilisés sans son accord. Lorsque la réutilisation est considérée comme trop dangereuse (du fait du statut du client ou de l'existence de conflits d'intérêts telle que le compte propre) ou contraire aux objectifs de la règle (collatéral remis en titre dans les dérivés non compensés), elle est interdite. Toutefois, au-delà des conditions de la « *re-hypothecation* » concernant l'information et l'accord exprès du client, il reste que certaines opérations de « *re-use* » peuvent comprendre un risque de levier, auquel il convient d'être vigilant.

Aussi, au terme de son analyse, l'AMF formule les constats suivants :

1. Si des clarifications et ajustements sémantiques pourraient être utiles, la réglementation européenne est cohérente dans son approche de la réutilisation des actifs : par-delà les réglementations sectorielles, l'objectif est, à chaque fois, de préserver le consentement éclairé du client à la réutilisation de ses actifs et de s'assurer que la réutilisation du collatéral n'entrave pas sa fonction première de garantie.
2. Les adaptations apportées suite à la crise ont encore renforcé ces exigences si bien qu'il ne paraît pas nécessaire, à ce stade et au vu de leur apport pour la liquidité des marchés, de contraindre davantage les opérations de réutilisation. Au contraire, l'AMF considère que la pression sur le marché du collatéral lié à la mise en œuvre des engagements du G20 rend nécessaire d'évaluer les effets de ces réformes. Cette évaluation doit à la fois porter sur la disponibilité des actifs de qualité ainsi que sur l'évolution subséquente des pratiques de marchés.
3. Les risques liés aux opérations de réutilisation étant cependant réels, l'AMF portera une attention particulière à l'utilisation des données prévues par les différents textes, qui devraient permettre d'identifier, au niveau européen et international, l'émergence de nouveaux risques.

⁴⁶ En l'espèce, il s'agit des SFT non compensées et qui ne sont pas réalisées avec du collatéral souverain.

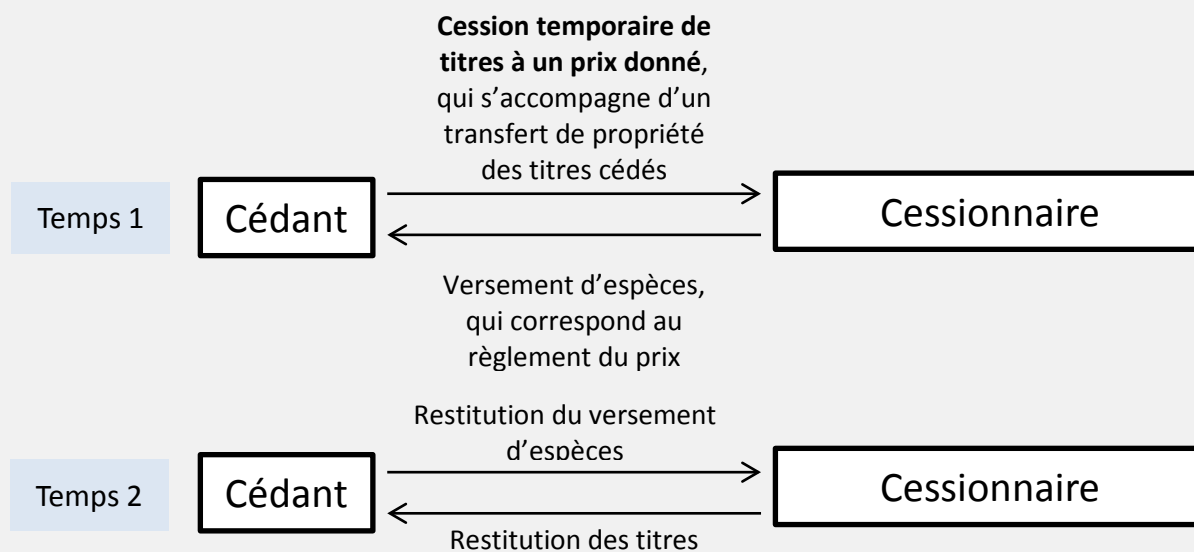
Glossaire⁴⁷

Opération de financement sur titres (*Securities Financing Transactions*): désignation d'un type d'opérations comprenant (i) les opérations de rachat-vente (et vente-rachat), les opérations de pension, les opérations de prêt avec appel de marge et le prêt (et emprunt) de titres.

Opération d'achat-revente et opération de vente-rachat : une opération par laquelle une contrepartie achète ou vend des titres, des matières premières ou des droits garantis relatifs à la propriété de titres ou de matières premières en convenant, respectivement, de revendre ou de racheter à une date ultérieure des titres, des matières premières ou des droits garantis de même description à un prix convenu, cette opération constituant une opération d'achat-revente pour la contrepartie qui achète les titres, les matières premières ou les droits garantis, et une opération de vente-rachat pour la contrepartie qui les vend, cette opération d'achat-revente ou de vente-rachat n'étant pas régie par un accord de mise ou de prise en pension de titres)

Opération de pension : une opération régie par un accord par lequel une contrepartie transfère des titres, des matières premières ou des droits garantis relatifs à la propriété de titres ou de matières premières, lorsque cette garantie est émise par un marché reconnu qui détient les droits sur les titres ou les matières premières et que l'accord ne permet pas à une contrepartie de transférer ou de donner en gage un titre ou une matière première particuliers à plus d'une contrepartie à la fois, en s'engageant à les racheter, ou des titres ou des matières premières présentant les mêmes caractéristiques, à un prix déterminé et à une date future fixée, ou à fixer, par la contrepartie qui effectue le transfert; il s'agit d'un accord de mise en pension pour la contrepartie qui vend les titres ou les matières premières et d'un accord de prise en pension pour celle qui les achète;

Opération de pension livrée ou de *repo* (agreement)



Opération de prêt avec appel de marge : une opération par laquelle une contrepartie octroie un crédit en relation avec l'achat, la vente, le portage ou la négociation de titres, mais qui ne comporte pas d'autres prêts qui bénéficient d'une sûreté sous la forme de titres;

Prêt de titres et emprunt de titres : une opération par laquelle une contrepartie transfère des titres ou des matières premières, l'emprunteur s'engageant à restituer des titres ou des matières premières équivalents à une date future ou lorsque la contrepartie qui transfère les titres ou les matières premières le lui demandera; cette opération est considérée comme un prêt de titres ou de matières premières par la contrepartie qui transfère les titres ou les matières premières et comme un emprunt de titres ou de matières premières par la contrepartie à laquelle ils sont transférés

⁴⁷ Ces définitions sont issues de l'article 3 du règlement 2015/2365 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation (dit 'Règlement SFTR').

Opération de prêt-emprunt de titres

