

CHAPITRE 15

Le collatéral

Mis à jour en mai 2022

Le mot anglais « *collateral* » se traduit littéralement par « garantie » et le terme collatéral, qui désigne ces garanties, est devenu d’usage courant en français dans le domaine de la finance. Pour cette raison, c’est ce terme qui est utilisé dans ce chapitre. Ainsi, le collatéral est constitué de l’ensemble des garanties utilisées dans le secteur financier, à savoir essentiellement les titres et les espèces, mais également des matières précieuses comme l’or, ou d’autres types de biens ¹. Dans le cadre de ce chapitre, il sera question du collatéral titres, qui est celui qui présente les liens les plus forts avec le fonctionnement des infrastructures des marchés financiers.

Le lien entre le collatéral et les infrastructures des marchés financiers est double : d’une part, certaines infrastructures de marché comme les contreparties centrales ou les systèmes de paiement peuvent exiger de leurs participants du collatéral pour assurer leur bon fonctionnement et leur sécurité ; d’autre part, les dépositaires centraux de titres jouent un rôle essentiel dans le circuit de mobilisation du collatéral. En d’autres termes, les infrastructures de marché sont à la fois utilisatrices de collatéral et intermédiaires ou prestataires de services dans la circulation de ce dernier.

Or, les besoins de collatéral sont importants, notamment depuis la crise financière

de 2008, en raison tant des nouvelles pratiques de marché que des réformes réglementaires visant à renforcer la sécurité du système financier. Face à ces besoins, les infrastructures des marchés financiers, par leur rôle dans la mobilisation du collatéral, sont cruciales : pour améliorer la gestion du collatéral de leurs clients, elles sont amenées à développer des services d’optimisation de cette gestion, mais aussi à faciliter la circulation des actifs, notamment en accroissant l’interopérabilité entre les différentes plateformes de gestion du collatéral.

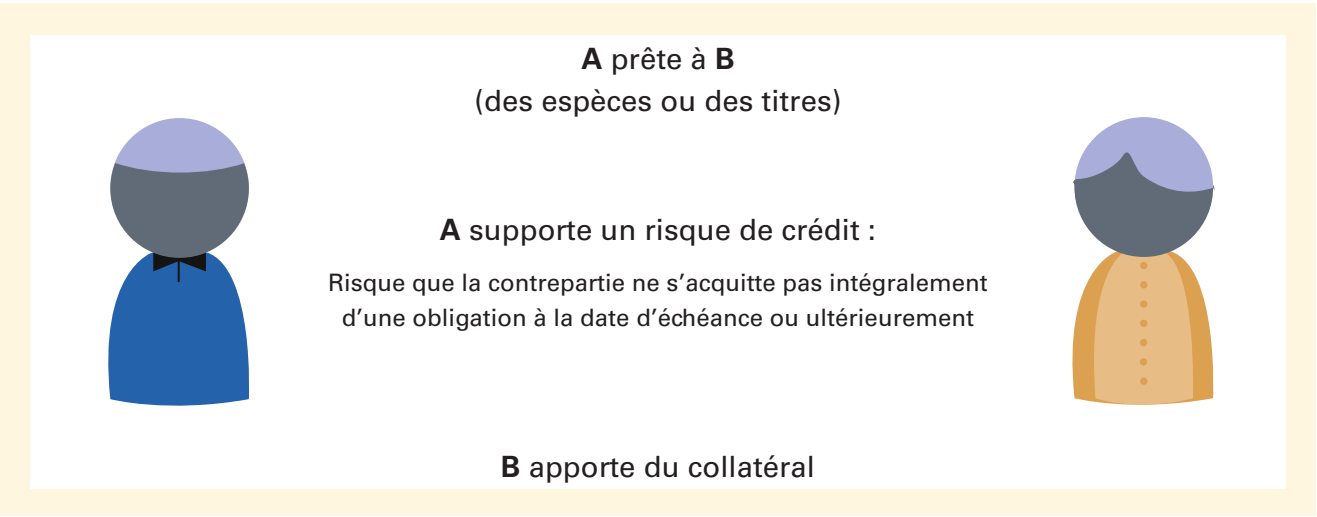
1. Rôle du collatéral

Le collatéral est utilisé pour protéger le créancier contre les risques de crédit (dans le cas d’un prêt) ou de remplacement (dans le cas d’une transaction sur produit dérivé).

1.1. La garantie des prêts

Certaines transactions financières impliquent un risque de crédit, c’est-à-dire un risque que l’une des contreparties fasse défaut avant d’avoir rempli son obligation (par exemple, rembourser la liquidité empruntée sur le marché interbancaire). Pour pallier ce risque, du collatéral est utilisé par les contreparties à la transaction. Il correspond à la garantie financière

1 Biens immobiliers, tableaux de maître, etc.



dont un créancier (la contrepartie A dans le schéma ci-dessus) bénéficie pour se protéger contre le risque de défaut de son débiteur (la contrepartie B). En cas de défaillance du débiteur B, le créancier A a le droit de conserver les actifs remis en garantie afin de les « réaliser » par voie de vente ou d'appropriation, et de couvrir ainsi la perte financière subie.

Différents types d'actifs financiers (instruments financiers, espèces ou autres actifs) peuvent être remis en garantie de transactions financières, dès lors qu'ils répondent à un certain nombre de critères et qu'il existe un cadre juridique adéquat pour constituer la garantie financière et réaliser l'actif en cas de défaut.

La remise de collatéral en garantie, appelée « mobilisation » de collatéral, est donc un mode de protection du créancier, au même titre que l'intervention de garants (des cautions par exemple). La liquidité des actifs mobilisés et, surtout, leur qualité de crédit, en font un mode de protection privilégié pour la sécurisation des transactions financières.

Sur les marchés financiers, la collatéralisation des transactions par des titres est particulièrement utilisée sur le marché des dérivés et dans le cadre des opérations de financement sur titres.

1.2. Sur le marché des dérivés, la collatéralisation permet aux deux parties de couvrir le risque de remplacement

La collatéralisation des transactions sur le marché des dérivés assure le maintien des termes financiers du contrat même en cas de défaut de l'une des contreparties. Elle évite ainsi à la contrepartie non défaillante de subir une perte en cas d'évolution défavorable des conditions de marché². Si la pratique existait depuis longtemps sur les marchés organisés, elle a commencé à se développer dans les années 1990 dans le cadre des opérations de gré à gré. À titre d'exemple, l'enquête *Margin Survey 2014*

de l'ISDA³ indique ainsi que, dès fin 2013, environ 90 % des dérivés échangés de gré à gré étaient déjà collatéralisés, tous types de dérivés confondus.

Cette proportion augmente encore puisque le Comité de Bâle sur la supervision bancaire (BCBS) et l'Organisation internationale des commissions des valeurs (IOSCO) ont recommandé, dans un rapport publié en septembre 2013, puis modifié en mars 2015⁴, que les dérivés non compensés fassent systématiquement l'objet d'une collatéralisation par la mise en place de marges : marge initiale et marge de variation (cf. chapitre 11). Cette obligation est entrée progressivement en vigueur début 2017 en Europe. La marge initiale correspond au montant de collatéral nécessaire pour couvrir chaque contrepartie contre le risque de défaut de l'autre ; elle est calculée pour couvrir les éventuelles variations de la valeur de la position de chaque participant (l'exposition potentielle future) en cas de défaut du participant, et ce jusqu'au remplacement de la position du participant défaillant par de nouvelles transactions à prix de marché. Elle varie en fonction de la volatilité de marché et du temps anticipé pour dénouer une transaction. La marge de variation correspond au montant de collatéral collecté et payé nécessaire pour assurer le maintien des termes financiers compte tenu des variations effectives des prix de marché.

2. Les facteurs à l'origine des besoins en collatéral

2.1 La politique des banques centrales en matière de collatéral et son évolution

Le recours au collatéral est systématique lors de l'octroi de liquidité au système bancaire par les banques centrales (même si la forme juridique de l'octroi de liquidité ainsi que le type de collatéral accepté peuvent varier en fonction des cadres de politique monétaire de chaque banque centrale).

2 Par exemple, dans le cas d'un contrat de *swap* de taux, les contreparties échangent un taux d'intérêt fixe contre un taux d'intérêt variable. Si la contrepartie qui doit fournir le taux d'intérêt variable fait défaut, elle ne le fournira plus, et la contrepartie non défaillante va devoir retrouver une autre contrepartie en mesure de lui fournir ce taux d'intérêt variable contre le taux fixe. Les conditions financières de cet échange peuvent avoir évolué entre le moment où les deux contreparties initiales ont conclu le premier contrat d'échange de taux d'intérêt et le moment où la contrepartie non défaillante devra retrouver une nouvelle contrepartie de substitution, et les conditions du nouveau contrat d'échange peuvent être devenues moins avantageuses pour la contrepartie non défaillante : c'est ce qu'on appelle le coût de remplacement.

3 ISDA, International Swaps and Derivatives Association (2014), *ISDA Margin Survey 2014*, avril, p. 3 (point 6).

4 BRI et OICV-IOSCO (2015), *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, mars, p. 4 et suiv. (Principes essentiels et exigences).

En effet, le rôle des banques centrales n'est pas de prendre des risques et, afin de garantir la qualité de leur bilan, la plupart d'entre elles sont contraintes, par la loi, de ne prêter que contre garanties.

Le montant total de collatéral déposé auprès des banques centrales a augmenté en raison des évolutions du cadre de politique monétaire adoptées à la suite de la crise financière de 2007-2008 (cf. section 5.1 de ce chapitre).

Encadré n° 1 : Le collatéral de politique monétaire de l'Eurosystème

Les opérations de refinancement de l'Eurosystème sont sécurisées par des actifs remis en garantie à la banque centrale. Afin de garantir l'égalité dans l'accès au refinancement des contreparties de politique monétaire de la zone euro, indépendamment de leur pays de résidence, le cadre du collatéral de l'Eurosystème définit quels actifs sont éligibles, à quels prix ils sont valorisés, et quelle décote est appliquée, ceci de manière uniforme pour tous les pays de l'Eurosystème.

Les titres éligibles de l'Eurosystème appartiennent à une liste unique, dont le principe a été décidé en 2004. Antérieurement, et depuis la création de l'Eurosystème, la liste du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire n'était pas unique, mais, pour partie, fragmentée selon les différents pays de la zone euro. Cette situation s'expliquait par le besoin de tenir compte des différentes spécificités nationales, mais entraînait une inégalité dans la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, qui est pourtant censée être unique. En effet, les contreparties de politique monétaire pouvaient mobiliser un type de collatéral dans certains pays de la zone euro, mais pas dans d'autres. La mise en place d'une liste unique de collatéral éligible pour l'ensemble de l'Eurosystème a permis de remédier à cette fragmentation. Elle a au préalable donné lieu à des efforts d'harmonisation entre les différentes banques centrales afin de gommer autant que possible les spécificités nationales en matière de collatéral éligible aux opérations de refinancement de la banque centrale.

La liste des titres éligibles bénéficiant d'une notation attribuée par une agence reconnue par l'Eurosystème est publiée quotidiennement sur le site de la Banque centrale européenne (BCE). Il s'agit d'actifs négociables, dont les caractéristiques (émetteur, maturité, liquidité, etc.) permettent d'assurer une qualité suffisante à l'Eurosystème : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/assets/html/index.en.html>

En plus des actifs négociables, l'Eurosystème accepte également en garantie des actifs non négociables, principalement composés de créances privées. Il s'agit de crédits accordés par les établissements de crédit contreparties de politique monétaire à des entreprises commerciales ou à des administrations publiques locales (qui sont leurs débiteurs). Pour les créances privées également, l'Eurosystème a fixé des exigences de qualité afin de les rendre éligibles. Il s'agit en particulier de la qualité de crédit du débiteur du prêt accordé par l'établissement de crédit contrepartie de politique monétaire, qui doit être suffisamment élevée. En effet, en cas de défaillance de la contrepartie de politique monétaire, l'Eurosystème sera protégé par le fait qu'il va devenir le créancier de l'entreprise commerciale à qui la contrepartie de politique monétaire a accordé le prêt. Ce seront les remboursements de cette entreprise commerciale qui permettront de rembourser l'Eurosystème en lieu et place de la contrepartie de politique monétaire défaillante. La part des créances privées dans le montant du collatéral mobilisé par les contreparties de politique monétaire au troisième trimestre 2022 était de 33,3%¹, avec des disparités importantes selon les pays.

Ce cadre peut être adapté pour faire face à des circonstances économiques et financières exceptionnelles, comme celles liées à la crise financière de 2007-2008 (modification des exigences quant à la qualité de crédit du collatéral accepté en garantie par exemple – cf. aussi section 5.1 du présent chapitre) ou, plus récemment, à la crise sanitaire de la Covid-19.

1. <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/charts/html/index.en.html>

2.2 Un recours croissant des infrastructures des marchés financiers à la collatéralisation

Le collatéral est crucial pour le bon fonctionnement des infrastructures des marchés financiers, pour deux raisons principales.

Certaines d'entre elles, comme les contreparties centrales (CCP) ou les systèmes de paiement à règlement net différé (DNS), sont exposées au risque de crédit de leurs participants, et s'en protègent en demandant à ces derniers de les garantir : les participants apportent du collatéral à leur infrastructure (cf. *infra*, 2.2.1 et 2.2.2).

D'autres types d'infrastructures, comme les dépositaires centraux de titres (CSD) ou les systèmes de paiement brut en temps réel (RTGS), recourent au collatéral en tant qu'outil pour faciliter et optimiser le déroulement des opérations au sein du système (cf. 2.2.3).

2.2.1 Couverture du risque de crédit des contreparties centrales

Par le mécanisme de la novation, les CCP s'interposent dans les transactions entre deux contreparties de marché. La CCP devient ainsi le vendeur unique de chaque acheteur et l'acheteur unique de chaque vendeur. Elle assume de ce fait le risque de crédit de chaque transaction (après compensation multilatérale).

Pour gérer ce risque, les CCP exigent de leurs membres un apport de collatéral sous la forme de marges initiales, de marges variables et de participation aux fonds de garantie (cf. chapitre 11, section 3).

Les CCP effectuent donc des appels de marge très fréquemment – en général une ou plusieurs fois par jour – en fonction de l'évolution de l'exposition de chacun de leurs membres et de la volatilité de marché. Par rapport aux transactions collatéralisées mais non compensées, l'avantage est que les appels de marge sont établis sur la base

de l'exposition globale nette vis-à-vis de la CCP et non au regard de chacune des expositions bilatérales.

La volonté de renforcer la gestion des risques associés aux marchés financiers a conduit à promouvoir l'intervention des CCP. Comme c'est déjà le cas depuis longtemps pour les dérivés listés, échangés sur un marché organisé, la réglementation portant sur les dérivés de gré à gré (EMIR – *European Market Infrastructures Regulation* – en Europe) rend ainsi obligatoire pour les produits dérivés standardisés la compensation par une contrepartie centrale. Ceci induit des besoins en collatéral, afin notamment de répondre aux appels de marge effectués par la CCP.

2.2.2 Couverture du risque de crédit et de liquidité dans les systèmes à règlement net différé (DNS)

Dans les systèmes de paiement à règlement net différé, le règlement définitif sur les comptes des contreparties à la transaction ne s'effectue pas en temps réel, mais une ou plusieurs fois par jour, en général lors du règlement en monnaie de banque centrale (cf. chapitres 8 et 10). De ce fait, les systèmes DNS engendrent un risque de liquidité et/ou de crédit entre participants.

Parmi les différents dispositifs de protection des systèmes DNS et de leurs participants contre ce risque, on trouve généralement la mise en place d'un fonds mutuel de garantie, alimenté par l'ensemble des participants en fonction de leurs soldes débiteurs moyens et/ou la constitution de garanties individuelles, non mutualisées (servant, par exemple, en cas de paiement d'un montant particulièrement important).

L'exigence de mettre en place de tels dispositifs de gestion du risque a été renforcée par les *Principles for financial market infrastructures* (PFMI)⁵ et par les textes qui les ont mis en application dans les différentes juridictions.

⁵ Pour plus de détails, cf. chapitre 18.

Encadré 2 : Les dispositifs de gestion du risque de règlement dans les systèmes CORE(FR) et EURO1

Le règlement (UE) n° 795/2014 de la Banque centrale européenne (BCE) du 3 juillet 2014 concernant les exigences de surveillance applicables aux systèmes de paiement d'importance systémique (BCE/2014/28) prévoit que les systèmes de paiement d'importance systémique doivent se doter de mécanismes de prévention du risque de crédit. Pour couvrir ce risque, des espèces ou des actifs tels que des titres peuvent être déposés en garantie.

C'est ainsi que la société STET, opératrice notamment du système de paiement de détail CORE(FR), a mis en place un mécanisme de gestion du risque de défaillance par le biais d'un fonds de garantie mutualisé, complété par des garanties individuelles; le fonds de garantie et les garanties individuelles sont constitués sous forme de comptes espèces ouverts dans TARGET2-Banque de France (T2-BF) – cf. chapitre 10.

Le système de paiement pour les transactions en euro de montant élevé « EURO1 », exploité par EBA Clearing, prévoit quant à lui que le collatéral soit déposé sous forme d'espèces sur un compte ouvert dans les livres de la BCE (cf. chapitre 8). Ce fonds couvre la position débitrice maximale d'un participant défaillant au titre de son obligation individuelle (position compensée présentée au règlement de TARGET2 à 16 h 00). Les participants à EURO1 contribuent à parts égales au fonds de garantie et disposent, en cas de réalisation du fonds et d'appel à reconstitution, d'une créance sur le défaillant.

2.2.3 L'octroi de crédit intrajournalier dans les systèmes à règlement brut en temps réel (RTGS)

Dans les systèmes RTGS qui sont mécaniquement plus consommateurs de liquidité que les systèmes DNS (cf. chapitre 6), des mécanismes de crédit intrajournalier ont été mis en place pour permettre un règlement plus fluide des opérations.

Ce crédit intrajournalier, accordé par la banque centrale qui opère le système (dans le cas des systèmes de paiement) ou qui fournit le service de règlement espèces (dans le cas des systèmes de règlement-livraison) est le plus souvent collatéralisé et gratuit, et permet aux participants de régler leurs opérations en cours de journée, même s'ils n'ont pas le solde espèces suffisant, à la condition de disposer de collatéral et de rembourser le crédit ainsi obtenu en fin de journée.

Ainsi, l'Eurosystème exige du collatéral dans le cadre du crédit intrajournalier qu'elle

accorde aux participants de TARGET2. À titre d'exemple, dans TARGET2, le montant maximal de crédit intrajournalier disponible pour chaque participant français est égal à la valeur du panier de collatéral détenu par le participant auprès de la Banque de France (qui lui accorde ce crédit intrajournalier), diminué du montant de collatéral mobilisé dans le cadre des opérations de politique monétaire et autres utilisations (refinancement) – cf. chapitre 7.

Dans TARGET2-Securities (T2S), sous réserve que le participant ait choisi cette option, le recours au crédit intrajournalier est automatique en cas de solde espèces insuffisant pour régler les titres, si les titres achetés (cas de l'autocollatéralisation sur flux) ou bien d'autres titres détenus par le participant (cas de l'auto-collatéralisation sur stock) sont éligibles à cette mobilisation. Dans ce cas, les titres sont automatiquement remis en collatéral en échange du montant de crédit intrajournalier nécessaire au règlement de la transaction (cf. chapitre 14).

2.3 Une aversion croissante pour le risque qui favorise les financements bancaires sécurisés

Depuis les prémices de la crise financière de 2007-2008, les établissements de crédit et les autres acteurs financiers se sont efforcés, dès l'été 2007, de réduire leur exposition au risque de défaillance de leur contrepartie.

En Europe, cette évolution s'est traduite par une hausse importante de la part des financements interbancaires dits « sécurisés », par opposition aux financements interbancaires dits « en blanc ». Ce recours accru aux transactions collatéralisées a été observé tant pour les marchés de court terme que pour ceux de long terme. Les opérations de pension livrée ont très fortement progressé depuis 2009. L'encours du marché d'obligations bancaires dites « sécurisées » (*covered bonds*) a fortement augmenté en France entre 2007 et 2021, pour passer de 200 milliards d'euros en 2007 à 350 milliards en 2021⁶, tandis que l'encours mondial s'élève à 2 940 milliards d'euros.

2.4 De nouvelles exigences réglementaires pour les produits dérivés de gré à gré

Le sommet du G20 de Pittsburgh en 2009 a acté la volonté d'améliorer les pratiques de gestion du risque sur les transactions de produits dérivés négociés de gré à gré (ou *over-the-counter* [OTC] en anglais).

Aux États-Unis et en Europe, cette exigence a été traduite respectivement par le Dodd-Frank Act et par le règlement européen EMIR⁷ (cf. chapitre 11).

Les transactions sur dérivés négociés de gré à gré qui sont standardisées sont ainsi obligatoirement compensées par une contrepartie centrale depuis 2014.

La collatéralisation des transactions sur dérivés négociés de gré à gré qui ne sont pas standardisés a fait l'objet de travaux

internationaux du groupe de travail sur les exigences de marge (*Working Group on Margin Requirements* – WGMR) qui rassemblait des représentants du Comité de Bâle et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO). Ce groupe a adopté en septembre 2013 des exigences d'échange de collatéral qui portent sur l'échange de marges de variation quotidiennes, qui était déjà une pratique de marché courante, et l'échange de marges initiales calculées selon un modèle proposé par l'ISDA et ségréguées (chaque contrepartie devra ségréguer le collatéral reçu de chacune de ses contreparties). Cette dernière exigence n'était pas jusqu'à présent une pratique de marché : elle accentue la demande de collatéral de bonne qualité. Ces exigences sont entrées en vigueur début 2017 dans l'Union européenne.

Avant même l'entrée en vigueur de ces exigences réglementaires, une collatéralisation croissante s'était matérialisée sur le marché des produits dérivés échangés de gré à gré non compensés. Le recours accru à la collatéralisation sur ce segment traduit une gestion plus prudente du risque de défaillance de la contrepartie⁸.

Ainsi, d'après les estimations de l'ISDA⁹, le collatéral remis dans le cadre des transactions sur dérivés OTC non compensés a pratiquement doublé entre 2007 et 2008, et s'est ensuite maintenu à des niveaux nettement plus élevés qu'avant la crise, en proportion des transactions conclues. Les montants des marges initiales et de variation collectées pour les dérivés échangés de gré à gré non compensés ont continué d'augmenter dès 2017 en raison de l'entrée en vigueur progressive des nouvelles exigences réglementaires ; ils ont atteint, pour les 20 entreprises aux plus larges expositions sur dérivés, 1,2 trillion d'euros à fin 2021¹⁰.

2.5 Les exigences définies par la réglementation « Bâle III »

Les réformes engagées par le Comité de Bâle sur la réglementation prudentielle

6 EMF-ECBC (2022), *ECBC: European covered bond – Fact book 2022*, septembre, p. 572.

7 Le règlement est disponible sur le site EUR-Lex : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/>

8 Cf. notamment : Houben (A.) et Slingenberg (J. W.), *De Nederlandsche Bank* (2013), « *Rareté du collatéral et part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires : les conséquences pour le système financier européen* », *Revue de la stabilité financière*, n° 17, Banque de France, avril, p. 225-236.

9 ISDA (2015), *ISDA Margin Survey 2015*, août.

10 ISDA (2022), *ISDA Margin Survey Year-end 2021*, mai.

Encadré 3 : Quels sont les effets des réformes des marchés des dérivés OTC?

Un groupe de travail sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI), le *Macroeconomic Assessment Group on Derivatives* (MAGD), a cherché à estimer l'effet des réformes des dérivés OTC (*over-the-counter* ou de gré à gré) mises en place après la crise financière, en comparant leurs bénéfices par rapport aux coûts qu'elles engendrent (coûts pour les institutions financières, augmentation de la demande de collatéral de bonne qualité, augmentation du coût de financement de ces institutions, hausse du prix des services financiers par répercussion).

Dans son rapport ¹ publié en août 2013, le MAGD a testé plusieurs scénarios, en fonction notamment du niveau de compensation. Dans son scénario central, le MAGD estime que ces réformes contribueraient pour 0,12 % à la croissance annuelle du PIB en évitant une nouvelle crise que pourraient sinon provoquer les produits dérivés.

Bénéfices et coûts macroéconomiques des réformes de la réglementation des produits dérivés de gré à gré

Variation du PIB annuel attendu après mise en œuvre intégrale et effets des réformes
(en pourcentage)

	Scénario intégrant de faibles coûts (degré de compensation élevé)	Scénario central	Scénario intégrant des coûts élevés (degré de compensation faible)
Bénéfices ^{a)}	+ 0,16	+ 0,16	+ 0,16
Coûts ^{b)}	- 0,03	- 0,04	- 0,07
Bénéfices nets	+ 0,13	+ 0,12	+ 0,09

a) Réduction des pertes de production résultant des crises financières, calculée comme la baisse estimée de la probabilité de crises financières propagée par les expositions sur dérivés de gré à gré multipliée par le coût moyen des crises financières passées.
b) Effet sur le PIB d'une hausse des prix des services financiers, évalué à l'aide d'un ensemble de modèles macroéconomiques. Le tableau indique l'effet médian pondéré du PIB calculé par ces modèles.

1 *Macroeconomic effects of OTC derivatives regulatory reforms* : <http://www.bis.org/publ/othp20.pdf>

des établissements de crédit (Bâle III) visent notamment à améliorer la gestion du risque de liquidité bancaire par la création de deux ratios : un ratio de liquidité à un mois, le *liquidity coverage ratio* (LCR), et un ratio de liquidité à un an, le *net stable funding ratio* (NSFR). En particulier, le LCR impose aux établissements de crédit de disposer d'une réserve d'actifs liquides suffisants pour faire face à une crise de liquidité importante pouvant durer un mois. Du fait de cet ensemble de nouvelles mesures réglementaires, la demande pour ce type d'actifs s'accroît : le Comité sur le système financier mondial (*Committee on the Global Financial System* – CGFS) a estimé ce supplément à quelque 4 000 milliards de dollars ¹¹.

3. Le cadre juridique de mobilisation du collatéral

3.1 Les deux régimes juridiques de mobilisation du collatéral

La pension livrée, communément appelée *repo*, et le nantissement sont les deux techniques les plus emblématiques de la mobilisation de collatéral, mais elles ne sont pas les seules. Par exemple, l'achat/vente ou le prêt de titres peuvent également permettre une telle mobilisation.

3.1.1 La mobilisation avec transfert de propriété (pension livrée)

La pension livrée (en anglais *repurchase agreement* ou *repo*) implique que, pendant

11 CGFS (2013), « *Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets* », *CGFS Papers*, n° 49, mai.

la durée de la transaction, la propriété des actifs constituant le collatéral est transférée de la partie fournissant le collatéral (en anglais *collateral giver*), qui est le débiteur de la transaction sous-jacente (le prêt d'espèces), vers la partie recevant le collatéral (en anglais *collateral taker*), qui est le créancier de cette même transaction. À l'échéance du contrat de prêt, les actifs remis en garantie sont restitués au débiteur, s'il n'a pas fait défaut.

Dans le cadre d'une opération de pension livrée, la propriété des titres déposés en garantie est transférée dès le début de l'opération à la partie qui les reçoit. Celle-ci devient par conséquent destinataire du produit des opérations sur titres (*corporate actions*). C'est à elle par exemple que sera versé le coupon ou le dividende. De plus, le transfert de propriété permet également à la partie qui reçoit le collatéral de réutiliser¹², pendant la durée de l'opération, les titres reçus en garantie, mais le collatéral devra être restitué *in fine* au constituant initial.

3.1.2 La mobilisation sans transfert de propriété (nantissement)

Dans le cas du nantissement (en anglais *pledge*), le débiteur (c'est-à-dire la contrepartie fournissant le collatéral) reste propriétaire des actifs constituant le collatéral pendant la durée de la transaction.

Les titres restent donc inscrits au compte du *collateral giver* et ce dernier reste ainsi destinataire du produit des opérations sur titres. En outre, comme la propriété des titres déposés en garantie n'est pas transférée au receveur de collatéral, celui-ci ne peut réutiliser le collatéral (*re-hypothecation* ou *re-pledge*) qu'avec l'autorisation de la partie fournisseuse de collatéral.

Qu'il s'agisse de la pension livrée ou du nantissement, le collatéral déposé peut être liquidé par le créancier dans le cas où son débiteur n'honore pas ses obligations à l'échéance (remboursement du prêt). Bien évidemment, si le prêteur d'espèces

n'était pas lui-même en situation de rendre le collatéral, son créancier n'aurait pas à retourner les espèces.

3.2 Le cadre juridique du collatéral dans l'Union européenne et en France

La mobilisation et l'utilisation du collatéral ont été harmonisées au sein de l'Union européenne par la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, dite directive « collatéral ». Ce texte a été transposé en droit français par l'ordonnance du 24 février 2005.

La directive 2002/47/CE prévoit notamment :

1. La reconnaissance par les États membres des deux régimes de garantie : avec transfert de propriété (pension livrée) ; sans transfert de propriété (nantissement). Le droit français, traditionnellement fondé sur le recours à des garanties sous la forme de sûretés réelles sans transfert de propriété (nantissement), principalement le gage, avait déjà évolué dans les années 1990 dans le sens d'une plus grande souplesse en admettant, d'une part, des mécanismes reposant sur un transfert de propriété et, d'autre part, le gage de compte d'instruments financiers. Le régime des garanties financières en France qui était en vigueur avant la directive répondait donc déjà largement aux exigences de celle-ci et n'a par conséquent pas eu besoin d'être substantiellement modifié lors de la transposition ;
2. L'extension du champ d'application des garanties financières à toutes les personnes morales, pourvu que l'une des contreparties soit une institution réglementée ;
3. La réduction du formalisme attaché à la constitution et à la mise en œuvre de ces garanties. L'ordonnance de 2005 a prévu un allègement des formalités¹³ de constitution de la garantie. En outre, l'obligation de se référer aux

¹² Le collatéral reçu par une contrepartie peut être réutilisé par cette dernière ; il peut être vendu ou servir dans le cadre d'un nouveau *repo*.

¹³ Parmi ces formalités, on retrouve notamment l'établissement d'un document sous une forme spécifique ou d'une manière particulière, l'enregistrement auprès d'un organisme officiel ou public ou l'inscription dans un registre public, la publicité dans un journal ou une revue, dans un registre ou une publication officiels ou sous toute autre forme, la notification à un officier public ou la fourniture, sous une forme particulière, de preuves concernant la date d'établissement d'un document ou d'un instrument, le montant des obligations financières couvertes ou tout autre sujet.

conventions-cadres de place, telles que celles de l'Autorité des marchés financiers (AMF), a été abandonnée et cette référence est devenue optionnelle ;

4. La faculté de réutilisation des titres nantis par le créancier bénéficiaire du nantissement en contrepartie d'une obligation de restitution. L'ordonnance de 2005 a introduit en droit français ce droit de réutilisation, qui était totalement impossible dans le cadre juridique en vigueur auparavant. Elle spécifie que ce droit doit avoir été prévu conventionnellement par les parties. Ce droit de réutilisation, qui était l'une des principales nouveautés apportées par la directive de 2002, a permis de donner une plus grande souplesse aux contrats de garantie sans transfert de propriété, d'en abaisser le coût pour le constituant et d'en accroître l'intérêt économique pour le bénéficiaire du nantissement. Toutefois, cette possibilité de réutilisation a accentué les interdépendances entre les acteurs de marché, ce qui est porteur de risques pour la stabilité financière. Par conséquent, pour améliorer la transparence de la réutilisation du collatéral, le règlement européen *Securities Financing Transactions Regulation* (SFTR) ¹⁴ du 25 novembre 2015 établit des conditions minimales de transparence à respecter en matière de réutilisation de sûretés, telles que la communication des risques encourus et la nécessité d'un consentement préalable ¹⁵ ;
5. La possibilité de mettre en œuvre des mécanismes de réduction du nombre de transactions, comme la compensation des obligations réciproques des parties ;
6. L'opposabilité des garanties financières constituées aux procédures collectives ainsi qu'aux procédures civiles d'exécution.

Le cadre juridique instauré par la transposition de la directive de 2002 assure

aux créanciers que les garanties dont ils disposent restent pleinement efficaces en cas de défaut de leurs débiteurs, y compris en cas d'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de ces derniers.

Enfin, les États membres doivent appliquer une règle de conflit de lois prévoyant que le lieu de localisation du compte sur lequel sont inscrits les titres remis en garantie détermine le droit applicable au contrat de garantie.

La directive de 2002 a ensuite été complétée par la directive 2009/44/CE, transposée en droit français par l'ordonnance du 8 janvier 2009.

3.3 Des conventions-cadres pour la gestion du collatéral

Le plus souvent, les transactions de gré à gré sur les marchés financiers sont conclues sur la base de conventions-cadres établies par des associations professionnelles. Ces conventions-cadres offrent un canevas pour définir de façon contractuelle les termes des futures transactions et notamment le type de collatéral accepté, les cas de défaut de la contrepartie, les événements amenant à une résiliation anticipée des opérations, la compensation des créances réciproques et le calcul d'un solde net global, la fréquence de paiement des marges, le mode de calcul des éventuelles décotes ainsi que le taux de référence choisi pour le calcul du montant du collatéral espèces.

Une fois cette convention-cadre établie, les parties y font référence dans chaque nouvelle transaction. Elles peuvent si besoin définir au cas par cas des conditions particulières s'appliquant à une transaction donnée.

À défaut de convention-cadre, les deux parties seraient obligées de définir explicitement l'ensemble des éléments contractuels précités à chaque transaction.

14 [Règlement \(UE\) 2015/2365 du 25 novembre 2015](#) relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, dit SFTR, en vigueur depuis le 12 janvier 2016.

15 L'article 15 « Réutilisation d'instruments financiers reçus en vertu d'un contrat de garantie » est applicable depuis le 13 juillet 2016. Il prévoit qu'après avoir été informée par la partie recevant les garanties avec constitution de sûreté (donc transfert de propriété), la contrepartie fournissant les garanties doit avoir matérialisé son consentement à cette réutilisation du collatéral par le créancier.

Les conventions-cadres les plus usuelles sont : le *Master Agreement* de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) et son annexe *Credit Support Annex* (CSA) pour la gestion du collatéral dans les transactions de dérivés ; le *General Master Repurchase Agreement* (GMRA) établi par l'International Capital Market Association (ICMA) pour les *repos* ; et le *Global Master Securities Lending Agreement* (GMSLA) établi par l'International Securities Lending Association (ISLA) pour les transactions de *securities lending*. Ces conventions-cadres sont déclinées par les associations bancaires et de marché nationales pour prendre en compte les spécificités de leur marché. Ainsi, pour la Place de Paris, la convention-cadre de la Fédération bancaire française (FBF) porte sur les opérations sur instruments financiers à terme ¹⁶.

Au niveau européen, le *European Master Agreement* ¹⁷, convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, est proposé par la Fédération bancaire européenne, avec la collaboration du Groupement européen des caisses d'épargne et du Groupement européen des banques coopératives.

3.4 Les actifs mobilisables comme collatéral répondent à des exigences de qualité élevées

Chaque bénéficiaire de collatéral détermine à l'avance les caractéristiques des actifs qu'il accepte comme collatéral. Les exigences attachées au collatéral peuvent être contractuelles ou réglementaires.

Quand il s'agit de transactions bilatérales, ces exigences sont formalisées par des conventions – le plus souvent standardisées – entre les contreparties.

Lorsqu'il s'agit d'opérations de refinancement avec les banques centrales ou de mobilisation de collatéral auprès d'une chambre de compensation, la qualité du collatéral accepté par les différents acteurs est généralement encadrée par des exigences statutaires, réglementaires ou prudentielles, qui permettent de définir pour l'ensemble des contreparties concernées la typologie et les caractéristiques des actifs pouvant être remis en garantie.

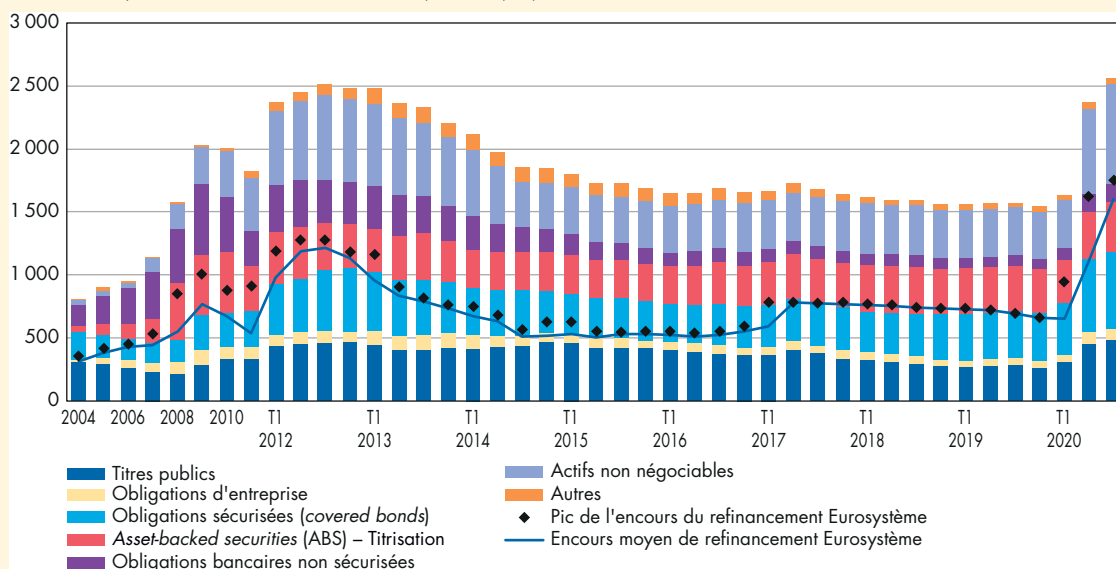
À titre d'exemple, la répartition du collatéral mobilisé auprès de l'Eurosystème par type d'actif est représentée dans le graphique ci-après.

¹⁶ <https://www.fbf.fr/fr/convention-cadre-fbf-relative-aux-operations-sur-instruments-financiers-a-terme/>

¹⁷ <https://www.ebf.eu/home/european-master-agreement-ema/>
<https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2020/06/EMA-General-provisions-2020.pdf>

Répartition du collatéral mobilisé auprès de l'Eurosystème, par type d'actif

(en milliards d'euros ; moyennes des données en fin de mois pour chaque période)



Source : Banque centrale européenne.

4. Les modalités de mise en œuvre du collatéral

4.1 La gestion du collatéral en pratique

Pour une institution financière, qu'il s'agisse du collatéral reçu ou remis, gérer son collatéral signifie mener très fréquemment (en général au moins une fois par jour) les diligences suivantes :

- **Évaluer les actifs au sein de ses portefeuilles, l'ensemble de ses contrats collatéralisés et à collatéraliser**, c'est-à-dire son stock d'actifs et de contrats que le collatéral est censé couvrir. La valorisation du portefeuille est effectuée **si possible au prix de marché (*mark-to-market*)**, sinon de façon théorique sur la base d'un modèle¹⁸ (*mark-to-model*), notamment si les actifs ou contrats ne sont pas suffisamment liquides. En Europe, le règlement EMIR dispose que cette évaluation doit être effectuée au moins une fois par jour pour les dérivés OTC. Cette valorisation permet de déterminer l'exposition, c'est-à-dire la perte à laquelle le détenteur des contrats est exposé en cas de défaillance de la contrepartie ;
- **Valoriser le collatéral à partir de son prix de marché**. À partir de son prix de marché, le collatéral peut être affecté d'une décote ou *haircut*, c'est-à-dire qu'il va être valorisé à un prix inférieur à sa valeur de marché afin de tenir compte des risques de dépréciation du collatéral entre le moment où il est évalué et le moment où il est (éventuellement) réalisé, c'est-à-dire utilisé. Le *haircut* dépend de la nature du collatéral et en particulier du risque de crédit, du risque de liquidité et du risque de marché qu'il incorpore. Les espèces ont un *haircut* de zéro parce qu'elles sont émises par une banque centrale (pas de risque de crédit) et parce qu'elles sont immédiatement disponibles (pas de risque de liquidité ni de risque de

marché). Des actions ou des obligations à long terme émises par des entités privées incorporent un risque de marché élevé et nécessitent alors des *haircuts* plus élevés, de même que les créances bancaires qui sont peu liquides et donc pas facilement réalisables ;

- **Sur la base de cette évaluation, effectuer si besoin des appels de marges**. Comme la valeur des actifs utilisés comme collatéral ainsi que la valeur du risque de crédit à couvrir évoluent continuellement en raison des évolutions de marché, les contreparties doivent verser des marges de variation de façon à s'adapter à ces évolutions de marché pour maintenir les termes financiers de la transaction ;
- **Réconcilier ses portefeuilles avec ceux de ses contreparties**. Cela consiste à rapprocher les portefeuilles de contrats de manière à identifier les éventuels écarts de valorisation sur l'ensemble des transactions soumises à collatéralisation. En effet, dans les transactions non compensées, chaque partie revalorise toutes les opérations en cours ainsi que le stock de collatéral donné ou reçu, puis les deux parties confrontent les résultats de leurs revalorisations respectives. D'éventuels désaccords peuvent venir de différences dans la source de prix choisie ou dans les stocks de contrats. Un rapprochement des portefeuilles de contrats de part et d'autre peut alors s'avérer nécessaire. Pour les institutions financières, le règlement EMIR exige que les réconciliations soient effectuées à une fréquence variant entre une fois par jour et une fois par semestre, en fonction du nombre de transactions effectuées ;
- **Si besoin, en cours de journée, effectuer des substitutions d'actifs**, par exemple si l'un des actifs détenus comme collatéral est cédé par l'apporteur de collatéral ou si l'actif est soumis à une opération sur titres (cf. chapitre 12).

¹⁸ Règlement européen n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR) : article 11, « Techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale », paragraphe 2. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/>

L'ensemble de ces opérations peut être très consommateur de temps et de ressources, et ce d'autant plus que les évolutions réglementaires récentes (le règlement EMIR en particulier) ont accru les exigences en matière de contrôle, de suivi et de reporting. Une mauvaise gestion du collatéral expose les acteurs à des risques (risque de crédit, de liquidité, de conformité et de réputation). À l'inverse, une bonne gestion de ce collatéral peut aussi devenir pour les institutions financières une source de revenus. C'est pourquoi, en fonction de leur taille et de leur volume d'activité, les institutions financières peuvent soit effectuer elles-mêmes ces diligences, soit les déléguer à une tierce partie, par exemple à leur conservateur de titres ou à leur dépositaire central de titres, en adhérant à des services de gestion de collatéral.

4.2 Les différentes modalités opérationnelles de mobilisation du collatéral

Il existe deux dispositifs opérationnels de mobilisation du collatéral, celui dit « *earmarking* » et le « *pooling* ».

Le premier dispositif, dit « *earmarking* », utilisé dans le régime de la pension livrée, consiste à livrer les titres sur le compte du receveur de collatéral. Dans le régime du nantissement, les titres sont généralement bloqués par un mécanisme d'identification de cette réservation (*earmarking*) sur le compte du donneur de collatéral ouvert

dans les livres du dépositaire central. Il reste toutefois possible de livrer les titres mobilisés par nantissement sur un compte spécifique du receveur de collatéral.

Toutefois, le terme *earmarking* est également utilisé au sens d'affectation¹⁹, et renvoie alors au mode de mobilisation du collatéral vis-à-vis des transactions qu'il garantit. Dans le mode de mobilisation dit « *earmarking* » au sens d'affectation, des actifs identifiés servent à collatéraliser une transaction précise. Si ce dispositif présente l'avantage d'une gestion précise et ajustée de l'allocation d'actifs aux besoins de refinancement, il nécessite la gestion d'appels de marge fréquents pour s'assurer que la garantie apportée constitue en permanence la couverture exacte du risque. Compte tenu des coûts opérationnels, le mode *earmarking* limite la capacité des contreparties à avoir une gestion dynamique de leur collatéral.

Dans le second dispositif opérationnel de mobilisation du collatéral, dit « *pooling* » (mise en commun), il est possible de constituer auprès du bénéficiaire un portefeuille global de collatéral. Ce portefeuille sert ensuite à collatéraliser un ensemble d'opérations de crédit, en fonction des besoins, sans que des titres précis soient affectés individuellement à la garantie d'une opération de crédit spécifique. Le mode *pooling* permet une gestion beaucoup plus flexible et économique du collatéral.

¹⁹ L'utilisation du terme *earmarking* recouvre deux réalités distinctes, ce qui peut être source de confusion.

Encadré 4 : Le dispositif opérationnel de mobilisation du collatéral auprès de la Banque de France et son évolution vers un dispositif européen (ECMS)

Adopté depuis 2008 par la Banque de France avec le système **3G** (gestion globale des garanties), le dispositif de *pooling* a succédé au dispositif d'*earmarking* (affectation) qui prévalait jusqu'alors, pour la simplicité de gestion qu'il offre aux contreparties. L'ensemble des actifs remis en garantie auprès de la Banque de France alimente un portefeuille de collatéral propre à chaque contrepartie de politique monétaire. Ce portefeuille lui permet de couvrir de manière globale ses utilisations auprès de la Banque de France, qu'il s'agisse d'opérations de refinancement dans le cadre de la politique monétaire, de crédits intrajournaliers dans TARGET2, de facilités de prêt ou d'autres utilisations (exemple : le crédit réservé). Les titres mobilisés dans les pools de politique monétaire peuvent être sélectionnés par un

.../...

service de gestion tripartite de collatéral, appelé €GCPlus (cf. encadré 6 *infra*). Sa flexibilité (en matière de substitution de collatéral) et son dimensionnement (souvent bien supérieur aux lignes de crédit consenties par l'Eurosystème) rendent les appels de marge peu fréquents, ce qui en fait l'intérêt ¹.

Ce dispositif de gestion du collatéral est appelé à évoluer, dans le sens d'une plus grande intégration au sein de l'Eurosystème.

En effet, actuellement, chacune des 19 banques centrales de l'Eurosystème dispose de son propre système de gestion du collatéral de politique monétaire. En outre, certaines fonctions ne sont pas harmonisées, et les coûts d'exploitation, de gestion et de maintenance sont importants. L'Eurosystème a donc décidé de mutualiser ce service en créant un service de gestion unique appelé **ECMS** (*European Collateral Management Service*) qui sera opérationnel en novembre 2023. À l'instar de TARGET2, ECMS ne remet pas en cause le principe de la mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire. Il s'agit d'un outil commun de mobilisation et de gestion du collatéral, auquel chaque banque centrale nationale recourt pour effectuer ses opérations. ECMS reprendra l'ensemble des fonctions de mobilisation de collatéral utilisées par les différentes banques centrales, en les harmonisant et automatisant autant que de besoin : ce sera en particulier le cas des fonctions du mécanisme appelé « CCBM » de mobilisation transfrontière du collatéral (cf. encadré 5 *infra*). Pour autant, chaque banque centrale reste responsable de ses opérations de mobilisation et de gestion du collatéral. Cette mutualisation implique donc un effort préalable d'harmonisation des pratiques de mobilisation et de gestion du collatéral pour les opérations de politique monétaire menées par les différentes banques centrales, qui permet de contribuer au renforcement de l'intégration des marchés de capitaux européens, et qui est en voie d'achèvement.

Le lancement du projet ECMS a été approuvé par le Conseil des gouverneurs en décembre 2017 ². ECMS entrera en service en avril 2024 ³. La Banque de France prend une part active dans son élaboration, en tant que développeur, représentant métiers auprès de l'Eurosystème, et représentant de la Place française.

1 Cf. Banque de France (2008), « La gestion globale des garanties (3G) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 172, avril.

2 Cf. BCE (2017), « ECB approves major projects in field of large-value payments and collateral management », communiqué de presse, 7 décembre.

3 Cf. BCE (2022), « Eurosystem reschedules launch of new collateral management system », communiqué de presse, 2 décembre.

Lorsque le collatéral est constitué d'actifs négociables, ces opérations s'appuient sur les mécanismes de règlement-livraison classiques (cf. chapitre 12), ce qui place donc les dépositaires centraux de titres (CSD) au cœur du circuit de mobilisation du collatéral.

Lorsque le collatéral est constitué d'actifs non négociables tels que les créances privées, le circuit de mobilisation doit être déterminé par les contreparties à la transaction. Contrairement à la mobilisation des titres négociables, ce circuit ne passe pas par une infrastructure de marché. Par exemple, la mobilisation des créances

privées par le biais d'un dispositif de traitement informatisé permet aux établissements de crédit de la Place de Paris de céder à la Banque de France les créances privées éligibles qu'ils détiennent par remise de fichiers informatiques.

4.3 La mobilisation de collatéral transfrontière

D'un point de vue opérationnel, la mobilisation transfrontière du collatéral (ou, le cas échéant, la mobilisation du collatéral entre différents CSD au sein d'un même pays) s'effectue généralement sur la base de liens

établis entre les CSD. Comme expliqué au chapitre 12, un « lien entre CSD » est un arrangement contractuel et technique permettant à un CSD de donner à ses clients accès à des titres conservés dans un autre CSD, sans exiger que ses clients soient des participants directs dans l'autre CSD. Les liens constituent donc un moyen important de faciliter les transactions transfrontières et contribuent à l'intégration du marché.

Toutefois, des liens n'existent pas nécessairement entre tous les CSD. C'est pourquoi les acteurs qui reçoivent du collatéral peuvent décider de recourir à des banques correspondantes pour assurer la circulation du collatéral en l'absence de liens entre CSD.

Cette problématique se pose avec encore plus d'acuité pour les banques centrales de l'Eurosystème. En effet, au sein de l'Eurosystème, chaque banque centrale nationale (BCN) est tenue d'accepter de ses contreparties n'importe quel actif éligible appartenant à la liste unique de l'Eurosystème, c'est-à-dire à la liste des actifs acceptés comme garantie pour les opérations de politique monétaire. Cette liste est composée d'actifs des différents pays de la zone euro. Or les BCN détiennent uniquement des comptes-titres au sein du CSD de leur ressort national.

La politique actuelle de l'Eurosystème restreint la possibilité pour les BCN d'accéder directement à un CSD étranger. Il s'agit d'une restriction de l'utilisation par une BCN d'un compte-titres ouvert en son nom propre dans les livres d'un CSD situé dans la juridiction d'un autre État membre de l'UE afin de recevoir des titres émis dans ce CSD en garantie dans les opérations de refinancement de la BCN. Cette politique de restriction, appelée « interdiction de l'accès à distance » est motivée par deux raisons principales :

- Politique de neutralité de l'Eurosystème : l'accès à distance à un CSD pourrait

fausser la concurrence entre (l)CSD. Le risque que les BCN n'utilisent des comptes distants qu'avec quelques CSD aurait pu conduire le marché à interpréter cette concentration comme une indication implicite d'une préférence de l'Eurosystème ;

- Considérations relatives aux coûts : pour être complètement neutre, cette solution aurait obligé les BCN à accéder à distance à tous les CSD, les obligeant à gérer les différentes pratiques nationales, les interfaces techniques, les messages et les traitements comptables. Cela aurait entraîné des coûts supplémentaires pour chacune des banques centrales.

Des procédures de mobilisation transfrontière ont donc été mises en place, qui permettent à une contrepartie de mobiliser auprès de sa BCN de refinancement des actifs émis et détenus hors de la juridiction de la BCN. En plus de l'utilisation des liens ²⁰ entre CSD, l'Eurosystème a prévu l'utilisation d'un circuit de banques centrales correspondantes entre toutes les BCN de l'Eurosystème. Dans ce système, chaque banque centrale peut intervenir pour le compte des autres en qualité de conservateur (ou « correspondant ») pour les actifs émis dans le CSD de son ressort national. C'est le modèle de banque centrale correspondante (*Correspondant Central Banking Model* – CCBM) mis en place par l'Eurosystème en 1999.

Pensé comme une alternative temporaire aux liens entre CSD, le CCBM est resté très utilisé, puisqu'en 2020 environ 55 % du collatéral mobilisé de façon transfrontière auprès de l'Eurosystème (en valeur de marché) était mobilisé par cette voie ²¹. Le pourcentage de collatéral mobilisé sur le plan transfrontière (par le CCBM et par les liens) par rapport au collatéral total s'élève à environ 33 % ²² à fin 2020.

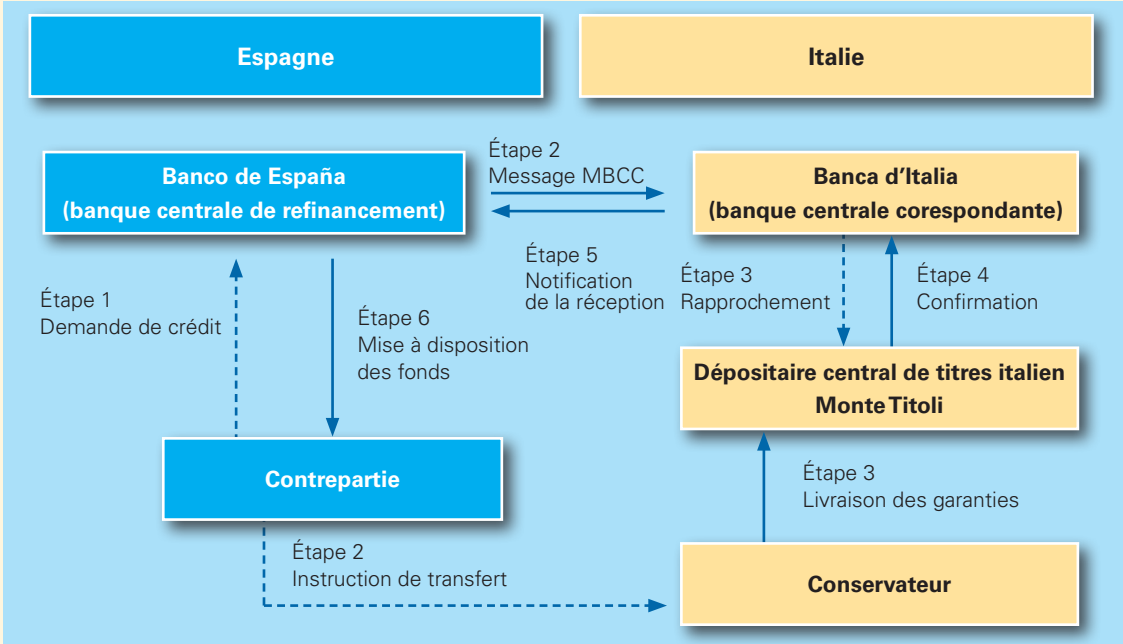
20 Pour autant que ce lien ait été déclaré éligible par l'Eurosystème.

21 BCE, *Evolution of collateral mobilised via the CCBM and eligible links*.

22 BCE, *Total collateral held in custody by the Eurosystem*.

Encadré 5 : Comment fonctionne le modèle de « banque centrale correspondante » (CCBM) au sein de l’Eurosystème ?

Circuit par lequel une contrepartie établie en Espagne peut utiliser des actifs éligibles émis et déposés en Italie pour obtenir un crédit du Banco de España



Un établissement de crédit espagnol, contrepartie de politique monétaire, souhaite obtenir un refinancement auprès du Banco de España en mobilisant des actifs négociables italiens qu’elle détient auprès du dépositaire central de titres italien, Monte Titoli (renommé Euronext Securities Milan en 2022).

Étape 1 – L’Établissement de crédit espagnol contacte Banco de España (banque centrale de refinancement) pour demander le crédit et faire part de son intention d’utiliser le circuit de banque centrale correspondante (CCBM) pour mobiliser des actifs négociables qu’elle détient en Italie.

Étape 2 – Sur la base des informations fournies par la contrepartie, le Banco de España envoie un message à la Banca d’Italia lui demandant de recevoir pour son compte des titres italiens provenant de la contrepartie. Dans le même temps, la contrepartie émet des instructions pour que les actifs négociables soient transférés (ou donne l’instruction à son conservateur en Italie de les transférer) sur le compte de la Banca d’Italia chez le dépositaire central de titres (CSD) italien, Monte Titoli. Par conséquent, dans cet exemple, la Banca d’Italia agit en tant que banque centrale correspondante pour le Banco de España, banque centrale de refinancement.

Étape 3 – Après réception du message de la banque centrale espagnole, la Banca d’Italia s’assure que les actifs négociables parviennent sur son compte chez MonteTitoli. La contrepartie (ou son conservateur) aura préalablement livré les actifs négociables sur le compte de la Banca d’Italia conformément aux procédures de livraison de MonteTitoli.

.../...

Étape 4 – Lorsque la livraison devient effective, MonteTitoli envoie un message de confirmation à la Banca d'Italia.

Étape 5 – Dès que celle-ci reçoit le message de confirmation de MonteTitoli, elle effectue certaines procédures internes (par exemple, déterminer le prix des actifs). Elle envoie ensuite une notification de réception à Banco de España. La Banca d'Italia détient les actifs pour le compte du Banco de España, agissant ainsi, de fait, comme son conservateur.

Étape 6 – Après avoir reçu la notification de réception des actifs, le Banco de España crédite les fonds à l'établissement de crédit.

5. Les outils de gestion du collatéral

5.1 Un besoin accru de collatéral?

Sur un plan global, le risque de pénurie – ou de rareté – a été une préoccupation forte des acteurs au début des années 2010. Par exemple, les estimations relatives aux besoins supplémentaires de collatéral à la suite de la mise en place de la loi Dodd-Frank aux États-Unis et de la réglementation européenne sur les infrastructures des marchés financiers (EMIR) s'étaient établies, selon les sources, entre 200 milliards²³ et 2 000 milliards²⁴ de dollars. Pour sa part, le *Committee on the Global Financial System* (CGFS) a souligné que si une pénurie générale de collatéral n'était pas constatée, les situations pouvaient varier en fonction des pays considérés²⁵. Des pénuries de collatéral pouvaient intervenir dans certains pays où l'encours d'obligations d'État était restreint ou lorsque les obligations d'État étaient jugées risquées par les participants de marché.

Au-delà de la distinction géographique, une fragmentation a pu parfois être observée entre acteurs ou secteurs économiques. À titre d'exemple, une répartition déséquilibrée entre collatéral de bonne et moins bonne qualité a pu être redoutée par certains intervenants de marché. Les assureurs et gestionnaires d'actifs sont en effet structurellement détenteurs d'actifs de très bonne qualité, et les détiennent jusqu'à

leur maturité. Il s'agit notamment des titres d'État qui, selon le FMI, sont détenus au niveau mondial à près de 50 % par ce type d'investisseur, qui les conservent en portefeuille et ne les font pas circuler. À l'inverse, des investisseurs comme les entreprises non financières, qui peuvent avoir recours aux produits dérivés et ont donc des besoins en actifs éligibles pour répondre aux exigences de collatéralisation, en sont souvent dépourvus.

Toutefois, avec le recul, il apparaît que ce risque de pénurie de collatéral ne s'est pas réellement matérialisé. Il a été contrebalancé par une offre abondante et en augmentation, compensant la hausse de la demande. Cette hausse du collatéral disponible s'explique par une augmentation du volume d'émission de dette par les États et les entreprises et par une activité soutenue d'émission d'obligations sécurisées (*covered bonds*), ces dernières étant généralement considérées comme des actifs de qualité. Par ailleurs, en réponse à la crise, à l'image de l'Eurosystème, les banques centrales ont généralement assoupli leurs règles d'éligibilité relatives au collatéral, augmentant ainsi le volume d'actifs pouvant être acceptés en garantie²⁶.

Malgré la hausse du collatéral disponible, les tensions ou les craintes de tensions sur la disponibilité du collatéral qui ont pu exister à la suite de la crise financière de 2007-2008, ainsi qu'une forte augmentation du recours

23 Fonds monétaire international (2010), *Global Financial Stability Report*, avril.

24 Tabb Group (2012), *Optimizing collateral: in search of a margin oasis*, juin.

25 BRI (2013), « *Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets* », *CGFS Papers*, n° 49, mai.

26 En septembre-octobre 2008, l'Eurosystème a abaissé son niveau d'exigence en matière de qualité de crédit de titres négociables éligibles (à l'exception des *asset-backed securities* – ABS). En avril 2020, l'Eurosystème a de nouveau procédé à un assouplissement des règles d'éligibilité relatives au collatéral, en réponse à la crise.

aux transactions collatéralisées, ont mis en exergue l'importance de gérer le collatéral de la façon la plus optimisée possible.

5.2 Les intermédiaires et les infrastructures de marché développent de nouveaux services pour optimiser la gestion du collatéral

Dans de nombreux établissements, la gestion du collatéral était traditionnellement décentralisée au niveau de chacun des métiers, voire des portefeuilles, et/ou de chacune des entités géographiques. Dans la mesure où chacun de ces intervenants pouvait faire appel à des conservateurs différents pour la conservation de ses actifs, la fragmentation du collatéral pour une même entité juridique et économique pouvait en être encore accrue.

Avec l'augmentation des besoins en matière de collatéral, les institutions financières ont cherché à limiter les coûts de cette activité en regroupant, rationalisant et optimisant la gestion du collatéral.

Les intermédiaires que sont les conservateurs de titres (*custodians*) d'une part, et les dépositaires centraux de titres (CSD) d'autre part, disposent d'une vision très précise sur les actifs des institutions financières. Pour cette raison, ces acteurs ont pu développer de nombreux services de gestion de collatéral. Il s'agit ici de services développés essentiellement autour des actifs négociables.

Bien que les services proposés par les infrastructures de marché et les conservateurs soient tous différents, on peut les classer, selon le *Committee on Payments and Market Infrastructure* (CPMI)²⁷, dans les grandes catégories décrites ci-après.

5.2.1 Vue agrégée sur l'ensemble des actifs détenus par l'établissement

Ce service, offert par certains conservateurs et certains CSD, permet d'offrir aux clients une vue globale sur l'ensemble

de leurs actifs, notamment en créant des liens avec d'autres conservateurs et CSD. Ces derniers envoient les informations au CSD ou au dépositaire prestataire de service concernant les titres détenus chez eux à une fréquence définie, qui peut être proche du temps réel.

5.2.2 Accès unique à l'ensemble (ou à une large partie) des actifs détenus par un établissement

Ce service consiste non seulement à offrir au client une vue agrégée des différents actifs qu'il détient, mais aussi à lui permettre de mobiliser les actifs facilement, quel que soit leur lieu de détention.

Par exemple, les CSD (ou ICSD) européens ont conclu des accords avec d'autres dépositaires centraux de titres. Euroclear a développé un service appelé *open inventory sourcing* qui lui permet, sur la base d'accords passés avec des CSD situés notamment en Asie et en Europe, d'offrir la possibilité de mobiliser facilement les actifs. Par ailleurs, en septembre 2014, Euroclear et DTCC ont signé un accord visant à faciliter le paiement des marges et, à terme, le transfert du collatéral entre les deux entités. De même, dès novembre 2014, dans le cadre du programme *Liquidity Alliance*²⁸, Clearstream avait conclu des accords avec quatre CSD au niveau mondial (Iberclear en Espagne, Cetip au Brésil, ASX en Australie et Strate en Afrique du Sud) de façon à pouvoir mobiliser des actifs détenus chez ces derniers.

Ces coopérations permettent d'accroître la mobilité du collatéral entre les différents acteurs et de pallier ainsi la fragmentation du secteur du post-marché. À cet égard, la mise en place de T2S représente une avancée notable en Europe, puisque les clients des différents CSD peuvent échanger leurs titres et leurs espèces de façon harmonisée et en temps réel sur une même plateforme de règlement-livraison.

27 BRI (2014), *Developments in collateral management services*, septembre.

28 Clearstream (2014), « *Liquidity Alliance will provide worldwide collateral access to T2S* », communiqué de presse, 6 novembre.

5.2.3 Les services d'optimisation du collatéral

Au-delà des services permettant une meilleure circulation des actifs, les infrastructures de marché ainsi que les conservateurs ont développé des systèmes de gestion capables d'évaluer le besoin consolidé de collatéral de leurs clients, de sélectionner les actifs répondant aux critères d'éligibilité des contreparties et infrastructures de marché, de les valoriser et de les mobiliser de façon optimale, si nécessaire en multipliant les substitutions d'actifs, et ce de manière quasi immédiate.

Le plus souvent, ces services se fondent sur des algorithmes dits de « *best collateral* ». Ces algorithmes sélectionnent, parmi les actifs collatéralisables du client, ceux qui remplissent les critères d'éligibilité du besoin à couvrir, tout en étant les moins coûteux à mobiliser du point de vue du « donneur » de collatéral. Les fournisseurs de ces services d'optimisation doivent donc tenir compte des exigences définies par chacune des parties aux différentes transactions. Parmi ces services d'optimisation, on trouve notamment les services de gestion tripartite du collatéral.

Ces services permettent à une institution financière de déléguer la gestion de son collatéral à un agent tripartite qui agit pour le compte du « donneur » et du « receveur » de collatéral. Les institutions financières peuvent ainsi déléguer tout ou partie des processus opérationnels de gestion de collatéral qui peuvent être extrêmement consommateurs de ressources. Grâce au nombre élevé de transactions qu'ils traitent, ces agents tripartites offrent des mécanismes sophistiqués d'optimisation à un coût relativement faible.

En Europe, ces services de gestion tripartite sont offerts notamment par les grands CSD : Euroclear Bank, Euroclear France sur la base du mécanisme Autoselect,

Clearstream Luxembourg et Clearstream Francfort grâce aux mécanismes CmaX et Xemac, mais aussi Monte Titoli en Italie et Iberclear en Espagne. Aux États-Unis, les services de gestion tripartite du collatéral sont offerts par l'une des deux grandes banques depositaires américaines : Bank of New York Mellon ²⁹.

Enfin, lorsqu'un acteur ne dispose pas d'un collatéral de qualité suffisante, mais d'autres actifs non éligibles, il peut recourir à des services de transformation de collatéral fournis par les infrastructures de marché, en particulier les CSD et les ICSD pour répondre à ce besoin particulier. Ces services utilisent souvent des instruments classiques tels que le *repo* ou le prêt de titres (*securities lending*) : un acteur remet, en garantie d'un prêt de titres conformes aux critères d'éligibilité, des titres non éligibles (de qualité médiocre ou peu liquides). Il rémunère en outre le prêteur des titres éligibles pour ce service.

Ces activités ne sont pas nouvelles en soi, mais bénéficient d'un développement important dans le but de répondre à la demande accrue de collatéral.

Par ailleurs, certains de ces CSD ont mis en place des services communs avec des chambres de compensation, de façon à offrir des services couvrant l'intégralité de la chaîne de traitement des titres. Ainsi, les adhérents à ces services peuvent effectuer des opérations de *repo* sur des maturités courtes, en temps réel et sur des plateformes de *trading* anonymes, avec compensation et novation de la part d'une CCP, tout en bénéficiant des services de gestion tripartite du collatéral. Enfin, grâce à des accords avec les banques centrales, le collatéral échangé sur ces plateformes peut également être mobilisé auprès des banques centrales. En Europe aujourd'hui, ces services sont les services GC Pooling, offerts par le groupe Deutsche Börse, et €GCPlus, offerts par Euroclear France et LCH SA.

²⁹ L'autre grande banque depositaire américaine, JPMorgan Chase, a décidé de mettre fin à son service de gestion tripartite du collatéral à compter de fin 2017.

Encadré 6 : Le service €GC Plus

En 2010, les grands établissements de la Place de Paris se sont engagés dans le développement de nouveaux services pour les opérations de pensions livrées en euro, sous l'impulsion notamment de la Banque de France.

Les motivations de ce projet étaient triples :

- mettre à niveau la Place de Paris en matière de services à valeur ajoutée autour de la pension livrée de titres qui, avec la crise, est devenue un outil majeur de refinancement des banques;
- proposer une offre concurrente à l'unique solution « GC Pooling » développée par Clearstream et Eurex Clearing sur la Place de Francfort;
- favoriser un marché unique du collatéral dans la zone euro en augmentant la fluidité des échanges.

Depuis juin 2014, le service de gestion tripartite du collatéral d'Euroclear France est associé au service de compensation €GCPlus de la chambre de compensation LCH SA. Ce service de gestion du collatéral tripartite implique un mandat donné à Euroclear France par les contreparties pour assurer la gestion et l'optimisation de leurs instruments financiers affectés en garantie. En outre, LCH SA apporte sa garantie de bonne fin des transactions et centralise la gestion du risque de défaillance de la contrepartie. Ces services ont été développés par Euroclear France; ils sont ouverts à la compensation par LCH SA et donnent accès aux opérations de refinancement de l'Eurosystème par l'intermédiaire de la Banque de France.

Le fonctionnement d'€GCPlus peut se résumer comme suit (cf. aussi chapitre 12, encadré n° 74) :

- Les participants de marché ont accès à plusieurs plateformes de *trading* électronique et affichent, de façon anonyme, leur intérêt pour emprunter ou prêter du cash en euro contre deux paniers standardisés de collatéral. Le premier panier est composé de titres éligibles au ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* – LCR) et le second panier de titres éligibles au refinancement Eurosystème (hormis les *asset-backed securities* – ABS); la totalité des titres des deux paniers est donc éligible au refinancement Eurosystème;
- Lorsque des intérêts se rencontrent, la transaction est compensée par LCH SA;
- Euroclear permet une gestion automatisée et optimisée du collatéral. Dans le cas d'un emprunteur de cash, un exemple d'optimisation consiste à sélectionner les titres qui minimisent le volume de collatéral;
- La Banque de France permet au receveur de collatéral de déverser les titres reçus dans son pool de collatéral pour accéder au refinancement Eurosystème.

Tous les flux entre les plateformes de *trading* électronique, les *back-offices* des contreparties, la chambre de compensation, Euroclear et/ou la Banque de France fonctionnent de façon automatisée (en mode *straight-through processing* – STP), de la négociation au règlement-livraison.

Au sein de l'Eurosystème, les différentes banques centrales acceptent le collatéral livré par des agents tripartites. Le circuit CCBM de mobilisation transfrontière de collatéral au sein de l'Eurosystème a même été adapté pour permettre de mobiliser du collatéral par des agents tripartites et de façon transfrontière. Ainsi, une

banque allemande peut obtenir un crédit auprès de la Bundesbank en utilisant les services tripartites fournis par Euroclear Bank (l'agent tripartite).

Enfin, les CSD veillent à ce que la circulation du collatéral soit rendue la plus facile possible. C'est dans ce contexte que se

positionne par exemple la plateforme MTF (*Multilateral Trading Facility*) Elixium, filiale du groupe Tradition, soutenue par Euroclear. Ce dispositif permet de mettre en relation tous types de participants : banques, fonds souverains, gestionnaires d'actifs, fonds de pension, trésoreries des entreprises, qui ont ainsi accès de façon transparente et simplifiée à une large palette d'actifs (dette gouvernementale, dette *corporate*, actions).

5.2.4 Le prêt de titres contre titres

Le prêt de titres contre titres est un contrat de gré à gré par lequel un prêteur transfère momentanément la propriété de titres à un emprunteur, pour recevoir d'autres titres, dont il a usage. Les titres objets du transfert de propriété servent de garantie au prêt des autres titres, ceux dont l'emprunteur a l'usage. Le prêteur de titres perçoit en outre une rémunération, le taux du prêt. Ce taux est d'autant plus élevé que le titre prêté est très demandé.

6. La gestion des risques relatifs au collatéral

L'utilisation de collatéral, si elle permet de sécuriser les transactions financières et le fonctionnement des infrastructures des marchés financiers, nécessite néanmoins une gestion des risques appropriée. Cette préoccupation se traduit par la prise en compte du collatéral dans les *Principes pour les infrastructures des marchés financiers* (*Principles for financial markets infrastructures*, PFMI – cf. chapitre 18), par des recommandations formulées par le G20, puis par la mise en place d'un règlement par la Commission européenne.

6.1 La prise en compte de recommandations sur le collatéral pour les infrastructures de marché

Le 5^e principe des PFMI³⁰, intitulé « *collateral* », recommande à une infrastructure de marché qui prend des garanties

pour gérer son exposition au crédit de ses participants d'accepter des garanties avec de faibles risques de crédit, de liquidité et de marché. Il lui est également recommandé de définir et appliquer des décotes et des limites de concentration raisonnablement prudentes.

6.2 Le soutien du G20 aux recommandations du FSB

Par ailleurs, dans leur déclaration de novembre 2011³¹, les membres du G20 ont appelé à renforcer la régulation et la surveillance des activités de la finance « hors banques » (*shadow banking*) et ont soutenu onze recommandations clés établies par le FSB (*Financial Stability Board*, Conseil de stabilité financière) dans un rapport d'octobre 2011³². À la suite de la publication de ce rapport, cinq groupes de travail ont été constitués au niveau du FSB. Leurs thématiques de travail (fonds monétaires, titrisation, opérations de pension livrée et de prêts-emprunts de titres) ont été choisies en fonction du rôle décisif que ces acteurs ou activités techniques ou financières ont pu jouer dans la crise de 2007-2008 et de leurs poids dans le système financier.

L'un de ces groupes a travaillé sur le thème « Réduire les risques, notamment procycliques, découlant des opérations de pension livrée (*repos*) et de prêts-emprunts de titres », et a publié en août 2013³³, des recommandations visant à :

- renforcer la transparence et la réglementation des opérations de *repos* et de prêts-emprunts de titres (règles sur le réinvestissement du collatéral cash, exigences relatives à la réutilisation des titres, etc.) ;
- définir des standards méthodologiques de calcul des décotes et le niveau de décotes minimales applicables à certaines opérations de *repos* et de prêts-emprunts de titres, afin de limiter le recours excessif à l'effet de levier et la procyclicité associée ;

30 BRI (CPSS) et IOSCO (2012), *Principles for financial market infrastructures*, avril.

31 G20 (2011), « *Building our common future: renewed collective action for the benefit of all* », déclaration finale du sommet de Cannes, 4 novembre.

32 FSB (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation – Recommendations of the Financial Stability Board*, octobre.

33 FSB (2013), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, août.

- établir des standards et des procédures pour la collecte et l'agrégation des données relatives aux opérations de repos et de prêts-emprunts de titres afin d'améliorer la transparence des marchés.

6.3 Le règlement européen sur les opérations de financement de titres

Par ailleurs, l'Union européenne, conformément aux recommandations du FSB en faveur d'une plus grande transparence des opérations de *repos* et de prêts-emprunts de titres, a adopté fin 2015 un règlement sur la transparence des opérations de financement de titres et la réutilisation. Publié au *Journal officiel de l'Union européenne* le 23 décembre 2015, le règlement UE 2015/2365, dit règlement SFT (*Securities Financing Transactions Regulation*), est entré en vigueur le 12 janvier 2016.

Son objectif est de renforcer la transparence sur le marché des opérations de financement de titres et de la réutilisation des instruments financiers fournis en garantie par les contreparties. Cela doit permettre aux régulateurs et aux superviseurs de surveiller l'accumulation et la répartition des risques liés à ces transactions, mais aussi d'améliorer l'information des investisseurs.

Le règlement SFT introduit trois nouveaux types d'exigences :

1. L'obligation de déclaration des SFT aux référentiels centraux de données (*trade repositories*). Cette obligation de déclaration s'applique à toute contrepartie financière et non financière établie dans l'Union européenne qui est partie à une opération de financement de titres. Elle s'applique également à toutes leurs succursales, quel que soit leur lieu de résidence, ainsi qu'aux succursales européennes des contreparties établies dans un pays tiers. Selon le type de contrepartie, cette obligation s'applique progressivement depuis 2018. Néanmoins, depuis le 12 janvier 2016 (date d'entrée en vigueur du règlement), toutes les contreparties doivent conserver un registre de toute SFT qu'ils ont conclue, modifiée ou résiliée pendant au moins cinq ans suivant la fin de la transaction ;
2. Obligation de publier des informations sur l'utilisation des SFT et des *total return swaps* (contrats de *swap* sur rendement total). Les sociétés de gestion de fonds doivent inclure certaines informations (détaillées dans l'annexe du règlement) dans leurs rapports périodiques et dans leurs documents de pré-investissement (notamment le prospectus). Cette exigence s'applique aux organismes de placement collectif (OPC) et aux fonds de placement alternatifs autorisés par la directive AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*). L'exigence relative aux rapports périodiques s'applique depuis le 13 janvier 2017. L'obligation relative aux documents précontractuels s'applique depuis le 12 janvier 2016 pour les fonds constitués après cette date et depuis le 13 juillet 2017 pour les fonds constitués avant cette date ;
3. Transparence de la réutilisation des instruments financiers reçus en vertu d'un accord de garantie. Les conditions suivantes doivent être remplies par la contrepartie réceptrice avant d'exercer son droit de réutilisation :
 - la contrepartie fournissant la garantie doit être dûment informée des risques et conséquences de la réutilisation ;
 - la contrepartie fournisseuse doit accorder son consentement préalable ;
 - les instruments financiers qui font l'objet de la réutilisation doivent être effectivement transférés du compte de la contrepartie fournissant la garantie vers le compte de la contrepartie recevant la garantie.

Ce dispositif, qui accroît la transparence sur l'utilisation et la circulation du collatéral dans le cadre des SFT, permet aux autorités, dans leurs différentes missions, de mieux suivre les risques liés au collatéral.

6.4 Les standards d'harmonisation de la gestion du collatéral

En décembre 2017, l'*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral* (AMI-SeCo), qui regroupe les banques centrales nationales et les acteurs de marché utilisateurs de T2S (cf. chapitre 14, section 1.2), s'est attelé à poursuivre l'objectif d'harmoniser la gestion du collatéral dans l'Union européenne, en identifiant des chantiers prioritaires d'harmonisation et en élaborant des standards de mise en conformité pour y parvenir. L'ensemble des règles et des standards d'harmonisation est consigné dans un document commun, intitulé le *Single Collateral Management Rulebook for Europe* (SCoRE).

En 2019, **trois volets de standards SCoRE ont été mis au point dans un premier temps**, sur les services de gestion tripartite du collatéral (*triparty collateral management*), les opérations sur titres (*corporate actions*) et les processus de facturation (*billing processes*³⁴). Ces standards s'appliquent aussi bien aux banques commerciales qu'aux banques centrales, teneurs de compte conservateurs, agents tripartites ou CSD qui opèrent dans l'Union européenne et en Suisse. Le but est une adoption généralisée de ces standards, avant l'entrée en vigueur d'ECMS en novembre 2023 (cf. encadré 4).

En outre, l'AMI-SeCo a identifié les sept champs d'activités suivants, qui devront à terme être également couverts par les standards SCoRE³⁵ :

- harmonisation des procédures fiscales relatives à la gestion du collatéral ;
- harmonisation des pratiques de marché dans la gestion du collatéral libellé dans d'autres monnaies que l'euro ;

- harmonisation de la gestion bilatérale du collatéral (concernant les dérivés de gré à gré non compensés et les opérations de financement sur titres) ;
- amélioration de l'interopérabilité et utilisation des infrastructures existantes pour réaliser les appels de marge (*margin processes*) ;
- harmonisation des horaires de la journée opérationnelle (*cut-off times*) ;
- harmonisation des pratiques d'échanges de données pour garantir la disponibilité de l'information ;
- définition de prérequis minimaux pour l'approvisionnement et le mouvement du collatéral en Europe.

Chaque année, l'AMI-SeCo communique auprès du public en publiant un rapport recensant les progrès de l'harmonisation européenne, en étudiant notamment la mise en œuvre des standards SCoRE³⁶. Le douzième rapport d'avancement, publié début 2022³⁷, charge les *national stakeholders groups* (NSG), animés par les banques centrales dans chaque marché concerné, d'assurer le suivi de l'harmonisation. Un exercice de monitoring sur la mise en conformité des acteurs de marché avec les standards SCoRE est organisé de façon récurrente, afin de mobiliser les parties prenantes en vue du démarrage d'ECMS en avril 2024, qui permettra une mobilisation et une gestion harmonisées du collatéral de politique monétaire par l'utilisation d'un service de gestion unique pour l'ensemble des 19 banques centrales de l'Eurosystème.

34 Le volet de standards *billing processes* correspond à un ensemble de règles pour la transmission des informations de facturation par les prestataires de services post-marché en matière de conservation et de gestion du collatéral. Les standards visent à harmoniser, par exemple, le calendrier de la facturation ou l'utilisation de la messagerie ISO 20022.

35 BCE, *Collateral management harmonisation – What is SCoRE?*

36 Cf. chapitre 14, section 7.1, pour plus de détails.

37 BCE (2022), *12th T2S Harmonisation Progress Report – Harmonisation of European securities settlement and collateral management arrangements*, février.

