

**COMPTE-RENDU**  
de la  
**COMMISSION REPO & COLLATERAL MANAGEMENT**  
du  
**Mercredi 18 Janvier 2017**

La commission Repo & Collateral Management s'est réunie le Mercredi 18 Janvier à 17h30 à l'ACI France AFTB.

**Présents :** Michel Albertini (Elixium) - Michael Carignano (LCH SA) - Pierre-Olivier Cousseran (BdF) - Jean Sayegh (Lyxor) - Philippe Langlet (Lyxor) - Marc Lapeyre (Elixium) - Gabriele Frediani (Elixium) - Manuel Postigo (BNPP) - Franck Heibeisen (ACI France) - Cyril Louchtchay de Fleurian (Euroclear) – Vincent Legroux (BdF) – Sebastien Seailles (Euroclear) – Caroline Derocle (Euroclear) – Agnes Michaud (BNPP) – Xavier Brunet (Natixis) – Olivier Nin (LCH SA) – Sophie Nguyen (LCH SA) – Pierre Lebel (SGCIB) – Alexandre Bandu (SGCIB)

**Secrétaire de séance :** Cyril Louchtchay de Fleurian (Euroclear)

L'objet du meeting est d'échanger autour **de l'éligibilité des fonds HQLA en CCP** ; au-delà de la monétisation des fonds HQLA en Triparty repo, la question posée concerne leur capacité – en termes de risque – à être considéré comme du vrai collatéral, au même titre que les actifs sous-jacents qui constituent le fond. Les discussions portent sur la couverture des IM, potentiellement sur tous les produits de LCH SA (CDSClear, RepoClear, Cash EquityListed Derivatives) ; première approche sur les conditions de risque (EMIR compliance, prix, types de fonds, vente des fonds sous contrainte etc.)

a) Les aspects juridiques

Principe général : la CCP doit toujours être en capacité de pouvoir monétiser (échange contre cash) les actifs qu'elle accepte sans aucune contrainte juridique ; dans cette optique, la CCP doit pouvoir démontrer et tester de manière régulière l'efficacité et la robustesse de son dispositif (aspect opérationnel). En première approche (high level), il n'y a pas d'obstacle juridique à l'éligibilité des fonds HQLA en CCP, mais 4 domaines doivent être approfondis :

- **La compliance avec EMIR**
- **La nature des fonds** concernés (nature juridique des fonds : FCP, SICAV, quel statut, nature du prospectus etc.)

- **La nature du droit de propriété** : le droit de propriété est-il opposable ? La réalisation est-elle incontestable ? Quid du transfert de propriété ? La collatéralisation est-elle opposable à tous (teneur de compte, CSD...) ?
- **La constitution du gage** : le fond doit/peut-il être considéré comme la somme des actifs sous-jacents qui le composent ?

En cas de faillite de l'établissement émetteur du fond, la question est posée de savoir si la CCP pourrait récupérer directement les actifs sous-jacents du fond (i.e. rachat en nature) ? Est-ce possible en France, à quelles conditions, à quel prix, existe-t-il un seuil ? Lyxor indique être en capacité de pouvoir restituer les actifs sous-jacents à la CCP dans certaines conditions, sans les dérivés qui constituent la couverture (i.e. une CCP n'a pas le droit de traiter des dérivés pour son propre compte). Il est fait mention que cette possibilité existe au Luxembourg. Dans cette optique, il faut examiner les véhicules d'investissement du fonds (la gouvernance) ainsi que la réglementation des fonds.

Il est également précisé que certains Asset Managers (Lyxor) pourraient développer un système de « market-making » secondaire des parts de fonds (service fourni par certaines grandes banques internationales), afin d'en assurer une plus grande liquidité, indépendamment de la possibilité de rachat réalisé par l'établissement émetteur lui-même.

Pour la monétisation potentielle du fonds :

- Rachats autorisés quelque soit les cas de figure ?
- Refinancement du fonds en cash
- Création d'un marché secondaire pour coter les parts du fonds qui serait indépendant de la société de gestion (il existe déjà une cotation quotidienne par des market-makers dans le contexte du non compensé ?). Quid de l'engagement de cette cotation indépendante ? Dans quelle situation ? à quel moment ?

En termes de liquidité, une nouvelle réforme des fonds MMF gérés aux USA permettrait aux sociétés de gestion de geler les rachats. Est-ce transposable aux fonds UCITS, fonds HQLA ... ?

Quels sont les fonds potentiellement concernés par une éligibilité en CCP ?

En première approche, sont concernés les fonds HQLA (SICAV ou OPCVM) éligibles au LCR (Liquid Coverage Ratio) au regard des actifs constitutifs du fond (cf. le prospectus du fond).

Concernant les classes d'actifs, il est précisé que les obligations Corporates notées BBB- et AA-, certaines actions et produits titrisés ne sont pas éligibles dans les fonds HQLA de Lyxor ; seuls sont concernés les titres gouvernementaux AAA ou AA, les Agences (EIB, MES, FESF) et les titres spécifiquement garantis par un état (par exemple, les titres gouvernementaux allemands sont acceptés, mais ceux des Landers allemands ne le sont pas).

Au-delà de la nature des titres acceptés, la proportion/niveau de chacun d'entre eux (30%, 80% ou 100% soit niveau 1A) sera également un paramètre d'éligibilité.

Ne sont pas concernés les MMF (Money Market Funds) ni les fonds monétaires.

Faut-il créer des fonds « spécifiques » éligibles aux Chambres de compensation ?

b) Les aspects risques (du point de vue de la CCP)

Les paramètres de risque qui sont directement évoqués par la CCP sont les suivants :

-**La volatilité du prix** (avec définition de haircuts associés)

-**La composition du fonds et son évolution** : la CCP précise que la connaissance en temps réel de la composition du fonds est un plus ; visant cet objectif, Lyxor explique qu'un site dédié est en cours de construction.

-**Les conditions de monétisation** : en l'occurrence a) rachat des parts de fonds (par l'émetteur ou par des établissements tiers dans le cadre d'un service de market-making) ou b) le transfert des actifs sous-jacents au propriétaire des parts de fonds par l'émetteur (rachat en nature)

-**Le rating du fond** : à ce jour, il n'existe pas de « label HQLA » permettant d'agrèger cette classe d'actifs de manière homogène, d'où l'importance pour la Commission Repo de l'ACI France AFTB de poursuivre son travail dans ce sens en 2017 auprès des autorités de tutelles et/ou réglementaires. Lyxor précise cependant que des ratings peuvent être attribués sur demande : en l'occurrence, le fond Euro-Gvies de Lyxor est noté AAS2 (2<sup>ème</sup> meilleure notation chez FITCH en terme de crédit et de Liquidité et de volatilité).

-**La valorisation du fond (NAV)** : il est précisé par la CCP que celle-ci devra être quotidienne et fournie par un organisme indépendant. La contrainte chez LCH SA est « End of Day + One time at minimum through a published source »

- **Le risque opérationnel** : via Euroclear en franco ?

- **Les conditions de souscriptions / rachats du fonds** : J+1 ?

c) Conclusion et prochaines étapes

**1) Trois Groupes de travail pourront être constitués pour aller plus avant :**

- L'un centré sur les problématiques juridiques
- Un autre sur les paramètres opérationnels « risques »
- Un troisième sur la recherche de la constitution d'un label HQLA

Les établissements qui souhaitent prendre le lead sur l'un ou l'autre de ces groupes de travail peuvent se faire connaître auprès de Franck Heibeisen ou de Cyril Louchtchay de Fleurian.

2) Il semble important à ce stade **d'élargir la réflexion en cours à d'autres Asset Managers et d'appréhender les problématiques des fonds HQLA dans leur ensemble** ; à déterminer comment ce travail peut se coordonner avec celui de l'AFG.

3) **Autant l'éligibilité des fonds HQLA est un sujet d'importance pour les CCP, autant celle-ci est également un enjeu pour les banques et certains autres établissements financiers** : l'étude en cours devra permettre également de fournir à ces acteurs, des éléments clefs leur permettant d'évaluer les conditions de détentions (et de monétisation) des fonds HQLA.