

L'étude a été réalisée à partir d'un examen et d'une interprétation des derniers documents que nous avons reçus des chambres de compensation LCH et ICE et de certaines banques dans le cadre de leur offre de service d'adhérent compensateur (*clearing member*).

Nous partageons notre compréhension des différents dispositifs de compensation, s'agissant d'une matière récente et évolutive. EMIR oblige les CCPs et les adhérents compensateurs à mettre en œuvre des mécanismes de ségrégation des comptes afin de sécuriser les actifs apportés en garantie financière (collatéral). Quatre modèles de ségrégation d'actualité sont listés ci-après.

## A - La ségrégation avec comptes Omnibus Net

Dans le modèle Omnibus, les comptes clients sont agrégés au niveau du *clearing member* (sans ségrégation au niveau de la CCP). Les positions et le collatéral des clients du compte « Omnibus Net » sont enregistrés sur une base compensée et le calcul des appels de marge sont effectués par la CCP sur cette base nette (compensée).

Il s'agit du dispositif le moins protecteur et également le moins coûteux. C'est une solution qui peut être retenue pour des portefeuilles dont la nature d'investissement implique des risques élevés et des volumes importants de dérivés.

### Avantages :

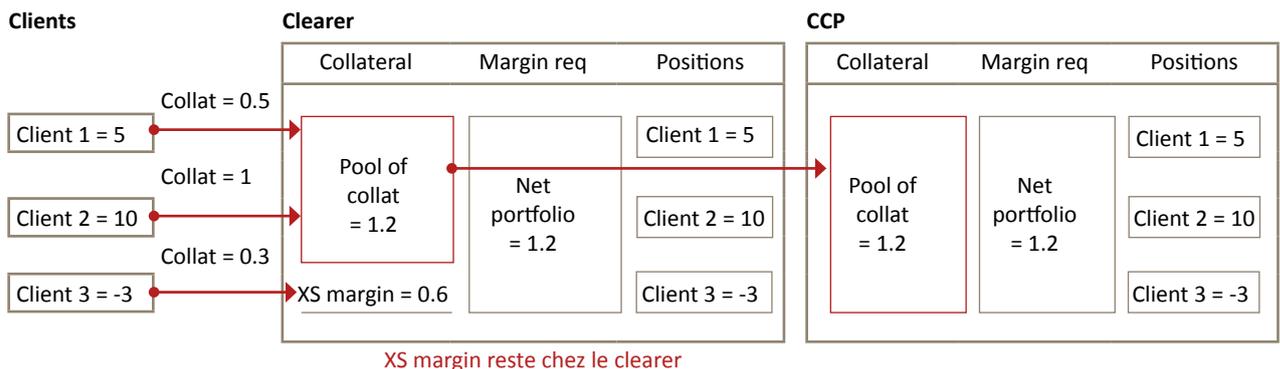
- Coût réduit

### Inconvénients :

- Risque lié au *netting* appliqué par le *clearer* d'où un transfert partiel à la chambre des collatéraux versés
- Risque sur l'*excess cash* versé qui reste chez le *clearer*
- *Fellow customer risk* : la chambre détient du collatéral pour un pool de clients sans avoir la possibilité d'attribuer ce collatéral entre les membres du pool
- Transformation du collatéral titres avec des équivalences génératrices de risque dans des marchés difficiles
- Portabilité vers un autre *clearing member* en cas de défaut du *clearing member* initial impossible

### Schéma de fonctionnement Omnibus Net

Hyp simplificatrice 10 % de collatéral linéaire



## B - Cas de la ségrégation Omnibus Gross

Pour rappel, dans le modèle Omnibus, les comptes clients sont agrégés au niveau du *clearing member* (sans ségrégation au niveau de la CCP). Les positions des clients du compte « Omnibus Gross » sont toutefois enregistrées sur une base séparée (*gross*) et le calcul des appels de marge réalisé par la CCP porte sur chaque position. Les positions et le collatéral restent toutefois regroupés (*commingled*).

Ce dispositif est mis en avant par les *clearing members*, il est plus sécurisé que l'Omnibus Net mais n'élimine pas les risques.

L'Omnibus Gross Omni Value pourrait être le choix naturel pour de nombreuses sociétés de gestion car il semble présenter le meilleur compromis sécurité/facilité de mise en œuvre/coût. Une alternative pourra être les offres en *sponsored principal* actuellement en développement.

### Avantages :

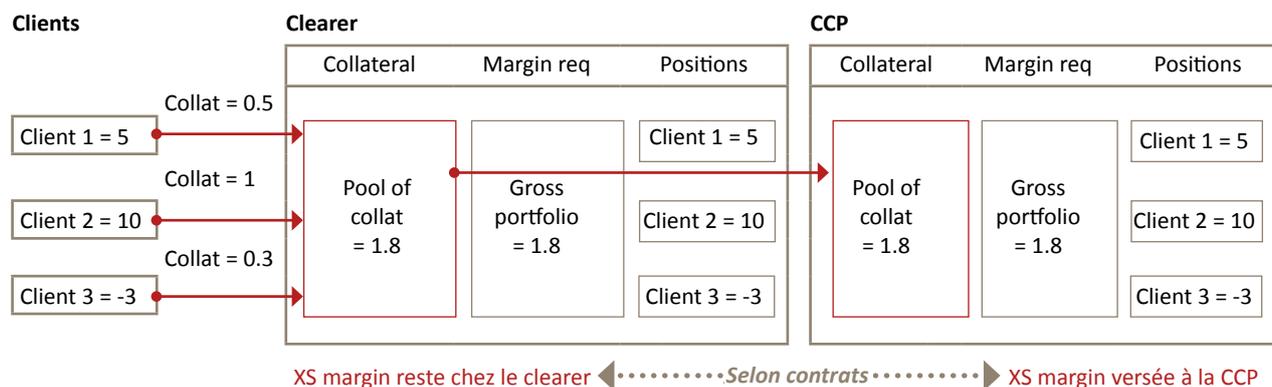
- Modèle mis en avant par les *clearers*
- Sécurité accrue par rapport à l'Omnibus Net
- Le compte OSA Gross Value Omni permet de limiter le *pooling* à un ensemble de clients connus et acceptés (par exemple les fonds d'une même société de gestion)

### Inconvénients :

- Risque sur l'*excess cash* s'il reste chez le *clearer*
- *Fellow customer risk* : la chambre détient du collatéral pour un pool de clients sans avoir la possibilité d'attribuer ce collatéral entre les membres du pool
- Transformation du collatéral titres avec des équivalences génératrices de risque dans des marchés difficiles
- Portabilité vers un autre *clearing member* théorique mais complexe et non testée, d'où un doute sur sa faisabilité opérationnelle

## Schéma de fonctionnement Omnibus Gross

Hyp simplificatrice 10 % de collatéral linéaire



## C - Cas de la ségrégation Individually Segregated Account ISA

Ce modèle sépare les comptes des clients et des *clearing members* permettant un niveau de calcul du collatéral et des appels de marge par la CCP au niveau le plus granulaire (le fonds).

L'ISA est le dispositif le plus sécurisé mais il a un coût plus élevé. Une société de gestion peut faire ce choix pour apporter le niveau de sécurité maximal à l'ensemble de ses portefeuilles ou à certains portefeuilles sensibles.

### Avantages :

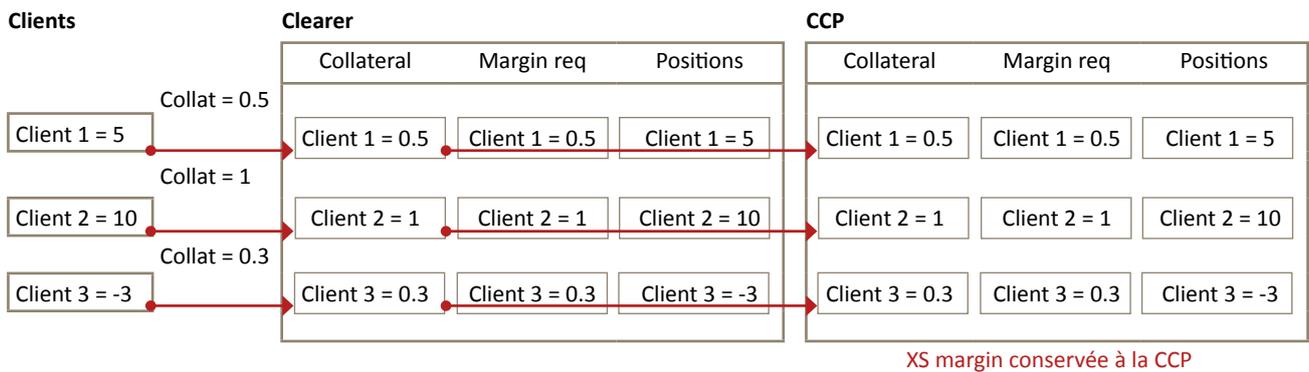
Certitude de retrouver ses titres apportés en collatéral, ce qui apporte une sécurité par rapport à des restitutions de titres « équivalents » dans un marché en tension rendant l'évaluation difficile ; cela donne également la possibilité de poster du collatéral aux fonds n'acceptant pas la transformation.

### Inconvénients :

- Principe protecteur mais n'a pas été éprouvé en situation réelle
- Réticence des *clearing members* à la mise en place de ce type de ségrégation
- *Prefunding* est parfois exigé
- Coût plus élevé

### Schéma de fonctionnement ISA

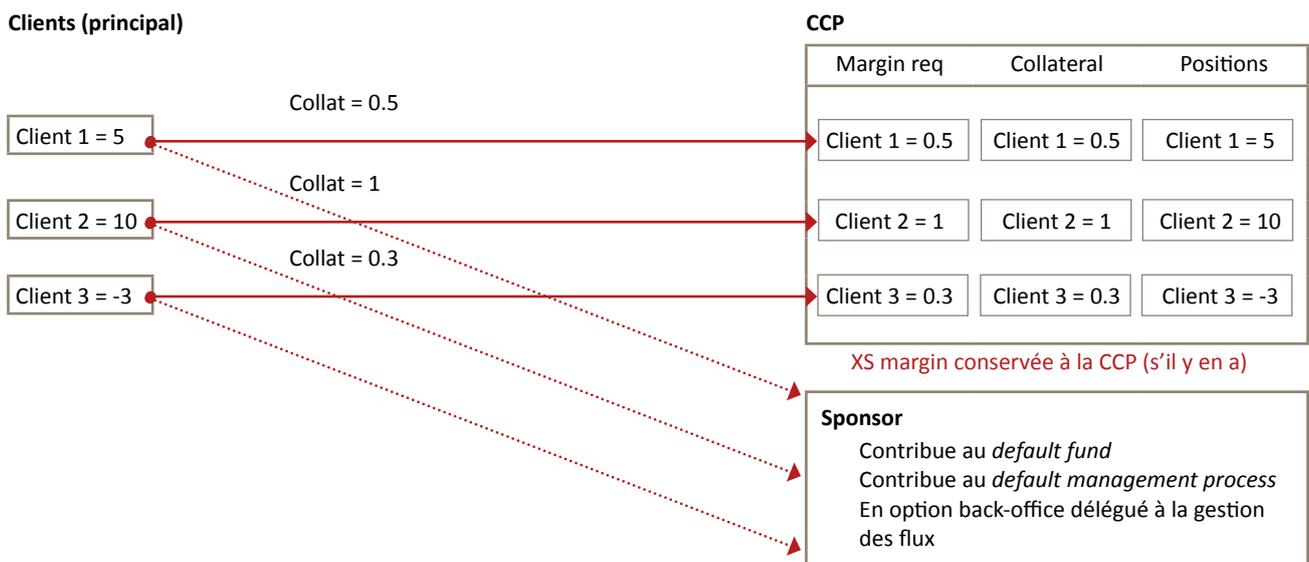
Hyp simplificatrice 10 % de collatéral linéaire



## D - Mode sponsor principal

Le fonctionnement en mode principal avec les CCP, en utilisant un sponsor et sans *clearing member*, est un dispositif alternatif naissant proposé à ce stade par certaines chambres de compensation seulement. Le principe est intéressant, les modalités opérationnelles ne sont cependant pas connues à ce stade.

### Schéma sponsor principal



## E – Annexes

### 1) Modèles proposés par ICE Clear Europe et LCH.Clearnet pour les IRS et CDS

Famille de comptes	ICE Clear Europe		LCH.Clearnet	
	Type de compte	Frais (*)	Type de compte	Frais (*)
<b>Omnibus Net</b>			OSA net AssetOmni	1 200
<b>Omnibus Gross</b>	Segregated Customer Omnibus Account (T)	Waived	OSA Gross ValueSeg	3 500
	Segregated Customer Omnibus Account (S)	Waived	OSA Gross ValueOmni (autres clients connus)	
<b>ISA</b>	Individually Segregated Operationally Co-minglet Account (ISOC)	5 000	ISA AssetSeg	3 500
	Sponsored Principal	25 000		

\* Frais en € par compte, perçus par la chambre, auxquels il faut ajouter ceux du clearing member

### 2) Éléments de risque abordés dans les négociations avec les *clearing members*

Limites de <i>trading</i>	Montant et préavis pour modification
<i>Haircuts</i>	Même <i>haircuts</i> que les CCP ou écart
Collatéral	Restrictions sur le collatéral
Expositions additionnelles en risque	<i>Extra IM, buffer d'excess cash</i>

Ce document a été réalisé par le Groupe de travail "Régimes de ségrégation EMIR", présidé par Denis MICHEL (Natixis Asset Management), en collaboration avec Pascal GALLAGHER (Candriam). Ce groupe est rattaché au Comité technique Risk Management de l'AFG.

L'AFG remercie l'ensemble des membres du Groupe de travail pour leur contribution.

**Votre contact :** Adina Gurau-Audibert, Directrice des techniques de gestion  
a.gurau.audibert@afg.asso.fr



[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)