



# Circulaire CSSF 20/761 sur les risques de liquidité découlant d'appels de marge

## Circulaire CSSF 20/761 sur les risques de liquidité découlant d'appels de marge

Luxembourg, le 11 décembre 2020

**À tous membres  
compensateurs et à toutes les  
contreparties financières et  
non-financières**

Mesdames, Messieurs,

En date du 25 mai 2020, le CERS a publié une recommandation sur les risques de liquidité découlant d'appels de marge (CERS/2020/6). Cette recommandation a plusieurs répercussions pour la CSSF en tant qu'autorité compétente en charge de la surveillance des membres compensateurs et des contreparties financières et non-financières au Luxembourg. La définition des membres compensateurs et des contreparties financières et non-financières est conforme au règlement (UE) n° 648/2012. La Loi du 15 mars 2016 clarifie les pouvoirs respectifs accordés à la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) dans le cadre du règlement (UE) n° 648/2012 (règlement EMIR).

La recommandation du CERS (CERS/2020/6) tente de répondre aux risques de liquidité découlant d'appels de marge, dans un contexte de marchés volatils et d'une valorisation incertaine des garanties. Une grande partie de la recommandation concerne les contreparties centrales (« CCP ») et leurs autorités de supervision tandis que certaines sous-recommandations s'adressent aux membres compensateurs, aux contreparties financières et non-financières et à leurs autorités de supervision. Tous les types d'entités, CCP, membres compensateurs, contreparties financières et non-financières sont définis conformément au règlement (UE) n° 648/2012. L'objectif principal de la recommandation est de limiter les effets de falaise inhérents à la demande de garanties et de limiter les contraintes de liquidité liées à la collecte de marges.

Tel que souligné dans la recommandation, la compensation centrale des produits dérivés et la couverture par des garanties des positions sur produits dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale sont essentielles à la stabilité financière.

Le déclenchement de la pandémie de COVID-19 s'est traduit par des appels de marge élevés sur les différents marchés faisant ou non l'objet d'une compensation centrale. Les CCP ont procédé à des appels de marge de variation infrajournalière, pour lesquelles elles ont collecté des montants importants. Le paiement correspondant n'ayant souvent lieu que le lendemain matin, cela a entraîné la détention temporaire de liquidités sur les comptes des CCP. Par ailleurs, de nombreux membres compensateurs ont rencontré des contraintes de liquidité lorsque les appels de marge initiale ont augmenté.

À l'avenir, la capacité des acteurs du marché à couvrir les appels de marge dépendra des niveaux de la volatilité et de la résilience de leur gestion des liquidités. Avec la présente recommandation, le CERS veille à ce que les décisions en matière de gestion des risques n'entraînent pas des caractéristiques procycliques excessives, ce qui créerait involontairement des tensions sur les liquidités qui pourraient se transformer en des problèmes de solvabilité.

Cela signifierait que les changements soudains et significatifs et les effets de falaise liés aux marges initiales et aux garanties seraient limités : i) par les contreparties centrales à l'égard de leurs membres compensateurs; ii) par les membres compensateurs à l'égard de leurs clients et iii) au niveau bilatéral. Cela suppose en outre que les CCP, tout en maintenant leur résilience financière, évitent les contraintes de liquidité excessives pour les membres compensateurs et que les membres compensateurs en fassent autant pour les clients.

La CSSF a l'intention de se conformer à la recommandation du CERS et recommande que les membres compensateurs luxembourgeois et les contreparties financières et non-financières établies au Luxembourg appliquent les principes décrits aux paragraphes ci-dessous.

#### **a) Recommandations aux membres compensateurs**

1. Il est recommandé que les membres compensateurs, lorsqu'ils fournissent des services de compensation à leurs clients, appliquent des procédures de gestion des risques qui n'entraînent pas de changements soudains et importants et d'effets de falaise dans les appels de marge et la collecte des marges, sauf si ces changements soudains et importants sont le résultat inévitable d'événements de marché. En outre, en cas d'abaissement, il est recommandé que les pratiques en matière de garanties des membres compensateurs ne diminuent pas de manière significative la solidité des pratiques de gestion des risques adoptées par les membres compensateurs ni n'affectent leur résilience.
2. Il est recommandé que, lorsque les membres compensateurs procèdent à des appels de marge et collectent des marges initiales et des marges de variation auprès de leurs clients, y compris des contreparties financières et non financières, afin de limiter leurs expositions de crédit, ils cherchent à éviter d'imposer des contraintes de liquidité inutiles pour leurs clients.

Cela pourrait se faire, par exemple, en veillant à ce que : (i) lorsqu'un client a fourni une marge initiale suffisante afin de couvrir le risque découlant des positions enregistrées auprès du membre compensateur, y compris des positions novées sur une base intrajournalière et toute augmentation de l'exposition subie sur une base intrajournalière, les membres compensateurs donnent la priorité à l'utilisation de l'excédent des garanties de marge initiale plutôt qu'à la collecte de garanties supplémentaires, sauf si le client fournit volontairement le supplément de marge ; (ii) les membres compensateurs veillent à ce que le processus de collecte des marges initiales et des marges de variation n'entraîne pas de contraintes opérationnelles excessives pour les clients susceptibles de constituer un risque de liquidité supplémentaire.

#### **b) Recommandation aux contreparties financières et non-financières**

Il est recommandé que les contreparties financières et non-financières qui concluent des contrats dérivés de gré à gré et des opérations de financement sur titres ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale veillent à ce que leurs procédures de gestion des risques n'entraînent pas, en cas d'abaissement des notations de crédit, de changements soudains et importants et d'effets de falaise dans les appels de marge, la collecte des marges et les pratiques en matière de garanties.

Cela pourrait se faire, par exemple : (i) en utilisant une séquence progressive et granulaire lors de la mise en œuvre des abaissements de notations de crédit, dans leur pratique globale de gestion des risques ; (ii) en maintenant une approche globale pour limiter les caractéristiques procycliques conformément aux exigences réglementaires de l'article 11 du règlement (UE) n° 648/2012, en particulier en ce qui concerne les abaissements de notations.

Veillez recevoir, Mesdames, Messieurs, l'assurance de nos sentiments distingués.

**Claude WAMPACH**

Directeur

**Marco ZWICK**

Directeur

**Jean-Pierre FABER**

Directeur

**Françoise KAUTHEN**

Directeur

**Claude MARX**

Directeur général



**Commission de Surveillance du Secteur Financier**

283, route d'Arlon

L-2991 Luxembourg (+352) 26 25 1-1

[direction@cssf.lu](mailto:direction@cssf.lu)

[www.cssf.lu](http://www.cssf.lu)