



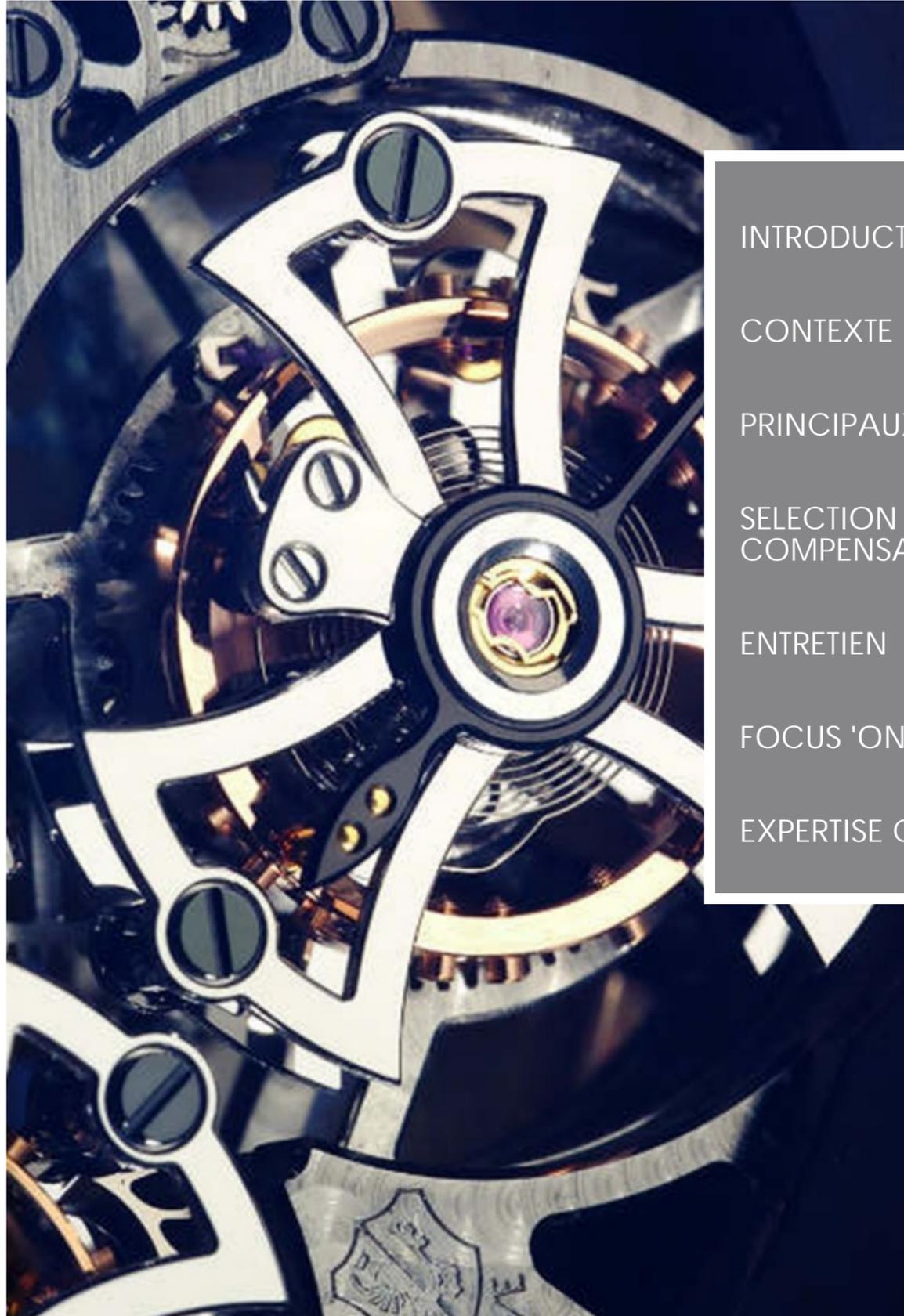
REGLEMENT EMIR

COMPENSATION OTC

Comment vous accompagner dans vos choix ?

FEVRIER
2013





INTRODUCTION

CONTEXTE ET ENJEUX

PRINCIPAUX IMPACTS

SELECTION DU MEMBRE
COMPENSATEUR

ENTRETIEN

FOCUS 'ON-BOARDING'

EXPERTISE CAPTEO

Officiellement entré en vigueur le 16 août 2012, le règlement européen EMIR impose de nouvelles exigences pour tous les utilisateurs de produits dérivés. L'ensemble des acteurs financiers (banques d'investissement, sociétés de gestion, dépositaires/conservateurs) et des contreparties non-financières (entreprises) sera soumis aux obligations de compensation des dérivés de gré à gré (OTC), de reporting des transactions et de gestion du risque.

Ces acteurs sont pourtant déjà fortement mis à contribution :

Les institutions financières, devant ajuster leur bilan et modifier en profondeur leur modèle économique pour préserver leurs marges, doivent également faire face à une vague d'évolutions réglementaires (MiFID 2-MiFIR, Bâle 3-CRD IV, Solvency II, Dodd-Frank Act, réglementation sur les dépositaires centraux, AIFMD...)

Les contreparties non-financières sont contraintes elles aussi de réduire et d'optimiser leurs coûts face à la pression sur les prix et au ralentissement de la croissance

Dans ce contexte, si l'arrivée d'EMIR correspond à une évolution voire à une opportunité pour certains acteurs tels que les membres compensateurs et les infrastructures de marché, elle est perçue comme une véritable révolution pour les autres, à la fois côté buy-side et sell-side.

Elle va en effet transformer en profondeur leur chaîne de valeur OTC : des adaptations seront nécessaires pour assurer la transformation des processus opérationnels, pour poursuivre la gestion des opérations de couverture, pour traiter les appels de marge et le collatéral, pour mettre en adéquation le système d'information...

Afin d'accompagner les différents acteurs dans la mise en œuvre de cette nouvelle réglementation, CAPTEO propose de dresser un état des lieux de la problématique de compensation des dérivés OTC, en particulier pour les acteurs du buy-side. Il s'agit non seulement d'une composante majeure du règlement EMIR mais aussi du sujet qui a potentiellement le plus d'impact.

Cette publication a donc pour objet de présenter les principaux enjeux et impacts de la compensation OTC, ainsi que de faciliter la compréhension du processus de sélection des partenaires (à la fois membre compensateur et chambre de compensation).

Pour illustrer ces aspects, CAPTEO a également recueilli le témoignage du responsable de la compensation des dérivés chez l'un des principaux dépositaires conservateurs internationaux.



CONTEXTE ET ENJEUX

Rappel de la réglementation

Le règlement EMIR a pour objectif principal d'améliorer la transparence et la surveillance réglementaire des produits dérivés OTC d'une façon cohérente et non discriminatoire à l'échelle européenne.

Ce règlement impose :

Une obligation de compensation centrale pour les produits dérivés OTC éligibles (réduction du risque de crédit de contrepartie et du risque opérationnel pour les produits OTC compensés bilatéralement)

Des obligations de reporting des transactions portant sur les produits dérivés (listés, OTC éligibles et OTC bilatéraux)

Des règles communes pour les contreparties centrales (CCPs) et les référentiels centraux de données (GTR)

Des règles de convergence et d'interopérabilité entre les CCPs (cf.consultation publiée par l'ESMA le 20 décembre 2012)

Concernant le niveau 2 du règlement, la Commission Européenne a adopté le 19 décembre 2012 les standards techniques réglementaires soumis par l'ESMA fin septembre. Mis à part le standard sur les Collèges de CCPs, elle a repris sans aucune modification les autres normes de réglementation et d'exécution.

Pour plus d'information sur le règlement, se reporter à la précédente publication de CAPTEO : [Synthèse EMIR – Règlement Européen des Infrastructures de Marché d'octobre 2012](#)

Remarque : ce document a pour objectif de fournir une vue synthétique du Règlement EMIR afin de permettre une compréhension rapide et simplifiée. Il est diffusé à titre d'information uniquement et n'a pas pour objet de remplacer ou de compléter le règlement ou les standards techniques associés. Le planning a été établi selon des prévisions raisonnables à partir des scénarios envisagés par l'ESMA mais n'a pas d'engagement légal.

Ces standards techniques qui mettent en œuvre les dispositions du règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux devaient ensuite être validés ou rejetés par le Parlement Européen et le Conseil de l'Union Européenne dans un délai de 1 mois.

Après avoir élargi le délai de validation à 2 mois, les instances européennes avaient jusqu'au 19 février 2013 pour s'opposer aux textes.

Seul le cas des obligations liées aux contreparties non-financières (sociétés qui utilisent des dérivés OTC uniquement en tant que couverture) a fait l'objet d'une adaptation. Celles-ci seront traitées dans un lot spécifique, à une date qui doit encore être déterminée.

N'ayant pas émis d'autre objection sur la période, le texte est considéré comme validé. La version finale du règlement sera publiée au Journal Officiel de l'Union Européenne et entrera en vigueur 20 jours après sa publication.

En tant que règlement communautaire, l'ensemble des textes EMIR sera totalement et directement applicable dans les pays de l'Union Européenne.

Les enjeux pour les acteurs du buy-side

Face à l'exigence des nouvelles mesures de compensation centrale des dérivés OTC, les acteurs financiers sont confrontés aux enjeux suivants :

Poursuivre certaines activités OTC en bilatéral ou arbitrer vers une solution globale de compensation via des membres compensateurs et des CCPs

Limiter au maximum les coûts d'adaptation réglementaire de l'activité OTC aux exigences EMIR

Conserver les stratégies de gestion et de couverture tout en étant conforme à EMIR

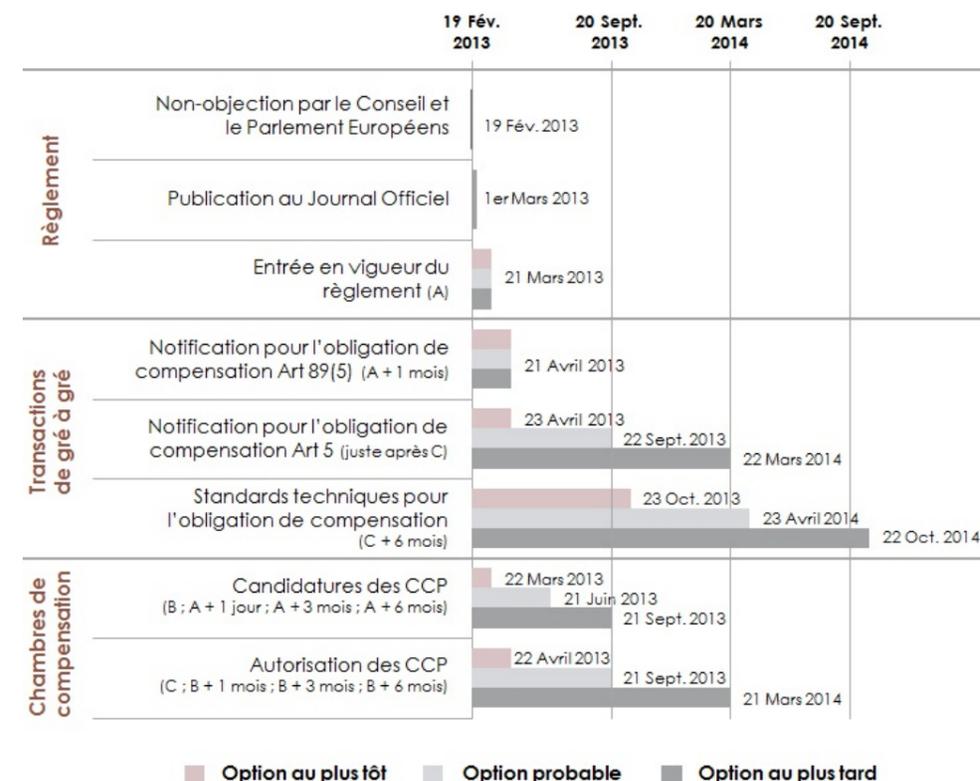
Maîtriser globalement les risques malgré les transformations de la chaîne opérationnelle

Etre capable de décrypter les offres et de faire le bon choix parmi les prestataires (CCP, membre compensateur) en accord avec les besoins actuels et futurs

Disposer des ressources adaptées pour mettre en œuvre ces transformations et dimensionner son système d'information

Calendrier prévisionnel EMIR : Clearing OTC

Suite à la non-opposition au règlement par le Conseil de l'Union Européenne et le Parlement Européen, le planning de mise en œuvre est le suivant selon les hypothèses de l'ESMA.



PRINCIPAUX IMPACTS DE LA COMPENSATION OTC

Côté buy-side, les impacts liés à cette obligation de compensation se résument comme suit :

Impacts Opérationnels (nouveaux acteurs, nouveaux workflows, transformation dans l'accès à la liquidité...)

- Gestion en parallèle d'instruments OTC compensés vs. non-compensés
- Opportunité d'externaliser tout ou partie du middle-office OTC (notamment pour les instruments OTC non-éligibles à la compensation)
- Chaîne de traitement suffisamment flexible pour :
 - Gérer les OTC non-compensables dès qu'ils deviendront éligibles
 - Intégrer de nouveaux acteurs
 - Adapter ses relations avec les acteurs existants

Impacts Financiers (nouveaux frais, financement du collatéral...)

Impacts Juridiques (adaptation de la documentation, revue des engagements)

Impacts Métiers (analyse de rentabilité d'un instrument, adaptation de certaines stratégies de gestion coûteuses ou gourmandes en capital, report vers des produits listés)

Impacts Risques (revue des risques de contrepartie et des risques opérationnels : concentration du risque au niveau de la CCP, méthodologies différentes de calcul de risque et de gestion des défauts)

Impacts organisationnels (gestion interne vs sous-traitance, relation Front-Middle dans la gestion du collatéral)

Impacts IT (adaptation des outils)

- Front-Office (connexions aux plates-formes de négociation, aux calculateurs de marge initiale (IM))
- Middle-Office (connexions aux plates-formes d'affirmation, suivi du collatéral)
- Risque (pricing, contrôle des expositions)
- Reporting (identifiants uniques...)

Face à ces impacts, les acteurs du buy-side ont la nécessité de définir un modèle opérationnel cible qui leur permettra de piloter et d'accompagner les transformations sur leur chaîne de valeur OTC. Parmi les étapes majeures conduisant à ce dispositif cible figure la sélection du membre compensateur et de la CCP.

“ Sans parler de révolution, EMIR constitue tout de même l'un des plus grands bouleversements dans l'industrie des dérivés depuis l'invention des Futures Financiers ”

René ROSSDEUTSCHER
Derivatives Clearing Sales EMEA
State Street Global Markets



SELECTION DU MEMBRE COMPENSATEUR



En tant que client (ou client indirect) d'un membre compensateur, il est indispensable d'avoir une vision globale des produits traités, des CCPs qui permettent leur compensation et des membres compensateurs en relation avec ces CCPs. Cette analyse croisée est un préalable même si le choix final tient également compte d'un certain nombre de critères de sélection.

Préambule

Recommandations

Il est fortement recommandé à toute contrepartie, quelle que soit la taille de son activité de dérivés OTC, de choisir a minima 2 membres compensateurs. Le risque étant ainsi limité, en cas de défaillance de l'un d'entre eux. Le transfert de positions vers un autre prestataire sera facilité s'il existe déjà un accord entre le client et celui-ci. Il est également recommandé de répartir la compensation de ses activités de dérivés auprès des différents membres compensateurs retenus et d'éviter une situation où le client aurait un prestataire principal et garderait un autre en back-up. Ce dernier pourrait alors exiger un montant minimum d'activité sur le compte afin d'éviter de jouer un tel rôle. Le calendrier réglementaire étant serré, il est fortement conseillé d'entamer les démarches auprès des membres compensateurs dès à présent. Une situation de goulot d'étranglement est à prévoir en raison des nombreuses demandes de devis de compensation à prévoir de la part des opérateurs.

Périmètre

Le périmètre des produits dérivés OTC devant faire l'objet d'une compensation ne sera pas défini avant l'été 2013. Il faudra en effet attendre que les CCP se déclarent, qu'elles soient autorisées par l'autorité compétente à exercer dans le pays correspondant et que l'ESMA se prononce sur l'éligibilité à EMIR des produits qu'elles compensent ainsi que sur leur date d'application.

Pour autant, il est déjà possible d'établir le contour des produits OTC concernés, tels que définis dans l'annexe 1 de MIFID (dérivés de taux d'intérêt, dérivés sur actions et sur matières premières, dérivés de crédit) et de ceux qui en sont exclus (change au comptant, certains swaps sur matières premières sous le régime du règlement physique). A ce stade, les swaps de change à terme et les contrats forward sont toujours inclus dans la réglementation européenne mais pourraient suivre l'exemption US concernant la compensation et la gestion des marges.



Modes de compensation des dérivés OTC

1 Compensation centrale directe



Les opérations sont traitées directement via un compensateur membre de la CCP.

2 Compensation centrale indirecte



Le client n'est pas directement en contact avec un membre compensateur ; il passe par un prestataire qui assure le service de compensation (via des accords avec le membre compensateur).

3 Opération bilatérale OTC



Les opérations non éligibles à la compensation resteront en mode bilatéral.

CAPTEO propose ci-après la liste des critères qui lui semblent pertinents dans la sélection de tels prestataires.

Critères de sélection d'un membre compensateur

- Couverture de l'offre
- Gestion du collatéral
- Niveau de service des processus opérationnels
- Stratégie de gestion des risques
- Caractéristiques et gouvernance du membre compensateur
- Cadre juridique
- Politique tarifaire
- Processus d'intégration

Couverture de l'offre

Couverture produits et choix de CCP

Avant de savoir à quelles chambres de compensation le membre compensateur est affilié, le préalable est de connaître les produits que chacune d'elle compense. Le tableau suivant indique la couverture à février 2013 offerte par les principales CCPs pour les produits dérivés OTC.

NB : il est supposé que les CCPs mentionnées feront acte de candidature et seront autorisées à compenser des dérivés OTC.

Rappel : A partir de la date d'entrée en vigueur d'EMIR, l'AMF aura 1 mois pour notifier à l'ESMA les types de produits dérivés OTC déjà compensés par des CCPs en France (idem dans les autres juridictions).
Les CCPs établies dans l'Union Européenne (ou l'Espace Economique Européen) auront 6 mois pour soumettre leur candidature. L'AMF, comme chaque autorité compétente nationale, aura 6 mois à réception de la candidature pour déterminer si la CCP est autorisée à exercer dans le cadre d'EMIR.
Les CCPs établies dans des pays tiers auront 6 mois pour soumettre leur candidature afin d'être reconnues dans le cadre d'EMIR. L'ESMA aura 6 mois à réception de la candidature pour déterminer si la CCP est reconnue.

	Contrats dérivés OTC Européens 					Contrats dérivés OTC Américains 				
	Taux (IRS)	Crédit (CDS)	Change (Forex)	Matières premières	Actions / Indices	Taux (IRS)	Crédit (CDS)	Change (Forex)	Matières premières	Actions / Indices
	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✗	✗
	✓	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗
	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✓	✗	✓	✗
	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗

✗ A venir en 2014

A ce stade, l'offre de compensation sur les contrats dérivés de taux ne concerne que les swaps (IRS).

A ce jour, aucune CCP n'offre une couverture complète en termes de produits compensables. Ainsi, pour garantir leur rôle d'interopérabilité, il est probable que la plupart des membres compensateurs choisissent de devenir membres de l'ensemble des chambres de compensation.

Quelques critères d'évaluation d'une CCP

Gestion du collatéral

- Méthode de calcul des marges
- Fréquence des appels de marge (dont intraday)
- Suivi de marché intraday
- Gestion du collatéral et de la liquidité

Capacités opérationnelles

- Capacité à compenser / enregistrer des opérations en temps réel
- Connexions aux plates-formes d'affirmation
- Couverture produits
- Processus de traitement des OST
- Risques opérationnels et de continuité

Gestion des risques et fonds de garantie

- Protection offerte par un mécanisme de répercussion des pertes
- Ségrégation de la marge initiale
- Processus bien définis, documentés et testés
- Délai et conditions de mise en œuvre de la garantie CCP
- Test du processus de défaut
- Gouvernance des risques

Actionnaires / Membres

- Nombre de membres (fournissant de la liquidité)
- Critères d'éligibilité et de surveillance des membres



Exemple :

Connexion aux plateformes d'affirmation

Clearport
Bloomberg VCON
MarkitWire

MarkitWire

Ice Link
Bloomberg VCON

Gestion du collatéral

Le passage d'un monde OTC bilatéral vers un environnement de compensation centrale va engendrer des modifications profondes dans les méthodes de travail des acteurs financiers et dans l'offre de services des membres compensateurs autour des problématiques de collatéral. Pour chaque instrument traité et compensé centralement, une marge initiale (IM) sera demandée par les CCPs selon des méthodes propres à chacune d'elle. Les caractéristiques de ces calculs ne sont pas encore communiquées en détail mais tournent autour de l'idée d'une VaR 10 jours à 99% (méthodes SPAN, RIVA, RCaR ou PRISMA).

Cette marge initiale pourra être amenée à évoluer au cours de la vie du contrat en fonction de la volatilité du marché.

Une marge de variation (VM) viendra, elle, compenser les fluctuations de valorisation de ces contrats en fonction des mouvements de marché. Ces deux variations (IM et VM) donneront lieu à des appels de marge en intraday ou en fin de journée.

A titre d'illustration, et dans l'état actuel de nos connaissances des modèles de collatéralisation, la marge initiale pourrait varier de 0.01% du notionnel pour un IRS court-terme jusqu'à 25% pour un CDS high-yield long-terme.

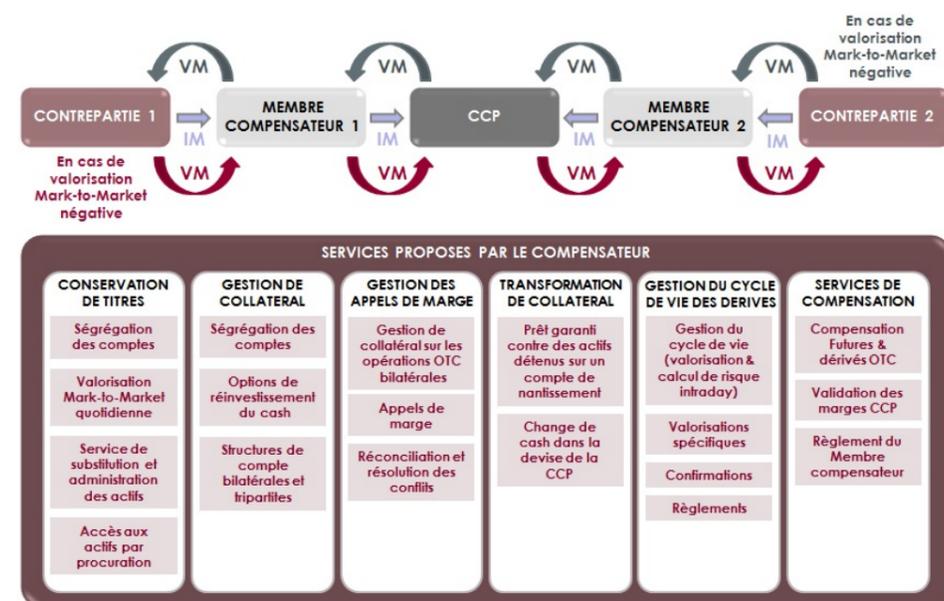
En termes d'éligibilité du collatéral, chaque CCP a émis ses propres critères. On y retrouve les principales classes d'actifs (or, obligations d'Etat et d'entreprises, quelques titrisations) assorties d'une décote (haircut) tenant compte de leur qualité et de leur volatilité.

Ce business model donne lieu à de nouvelles attentes de la part des acteurs du buy-side et à une nouvelle offre de services de la part des membres compensateurs en termes d'optimisation du collatéral et de paiement de marges.

Ce nouveau modèle de collatéralisation et le rôle joué par le membre compensateur (financement, transformation du collatéral, ré-hypothécatation, ...) bouleversent les modes opérationnels actuels et initient de nouveaux risques : quid de la liquidité du collatéral très sollicitée par le nouveau cadre réglementaire ? Quid de la profondeur et de la résilience du marché du prêt / emprunt et repo en période de tension ?

D'autre part, la compensation des produits listés et des produits OTC se base sur des compétences et des systèmes très différents (deal-entry, valorisations, risques), sur des cadres légaux également différents (ségrégation du collatéral, ISDA CSA vs Règles CCP vs accords bilatéraux, novations). Enfin, ces nouveaux besoins en collatéral vont indubitablement avoir un effet sur les politiques d'investissement des institutionnels et des asset managers (trésorerie disponible, éligibilité des titres, rentabilité globale de certains produits...).

Mécanismes de gestion des marges et du collatéral



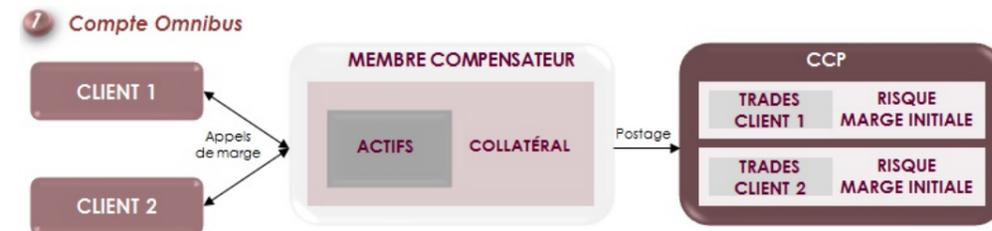
Modes de ségrégation de comptes

Même si un membre compensateur est affilié à une ou plusieurs CCPs, il peut ne pas proposer exactement les mêmes conditions de ségrégation que celle(s)-ci. Il est donc nécessaire d'étudier et de comparer les modèles de ségrégation à deux niveaux : la CCP et le membre compensateur.

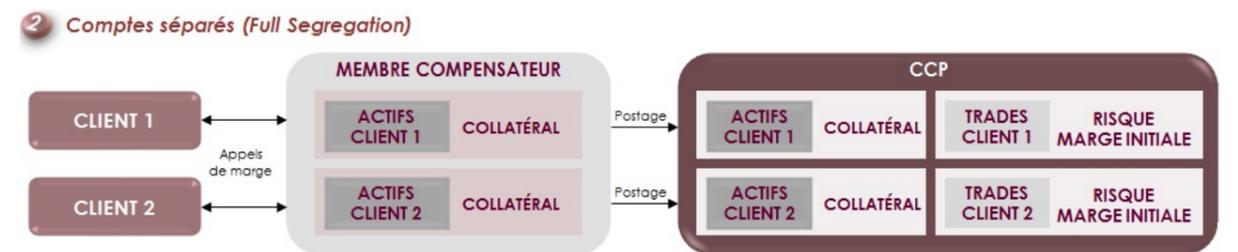
Pour rappel, 3 principaux modèles sont couramment proposés. En outre, il est également pertinent de s'enquérir du lieu où le collatéral sera détenu (CCP, clearing broker, tiers...).

Enfin, au-delà du modèle de ségrégation proposé, il convient de savoir si le membre compensateur propose d'effectuer la ségrégation au niveau d'un fonds ou sur un groupement de fonds (dans un cadre juridique clairement défini).

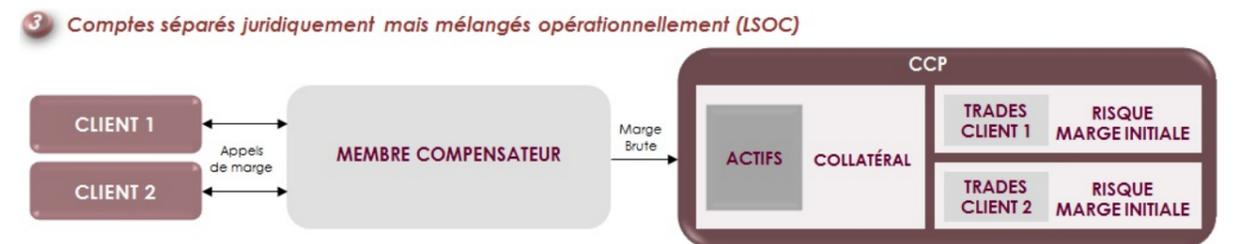
Des trois modes de ségrégation présentés ci-dessous, seuls les deux premiers sont reconnus par EMIR.



Le membre compensateur assure une garantie commune des actifs ; la couverture est mutualisée entre tous les clients. La CCP calcule un risque net pour chaque client.



Le membre compensateur détient les actifs de ses clients sur des comptes séparés. La CCP gère les comptes de chaque client final de manière séparée et calcule un risque net pour chacun.



La CCP assure une garantie commune des actifs qui sont pourtant identifiés par client. Le risque net est calculé par client.

Niveau de service des processus opérationnels

Le processus de compensation (niveau d'expérience, qualité du personnel, qualité des infrastructures S.I)

Celui-ci est-il fiable au regard des besoins coté buy-side ? Ou comment minimiser la complexité opérationnelle due à la fragmentation du marché ? Quels sont les récents investissements réalisés dans les infrastructures OTC ?

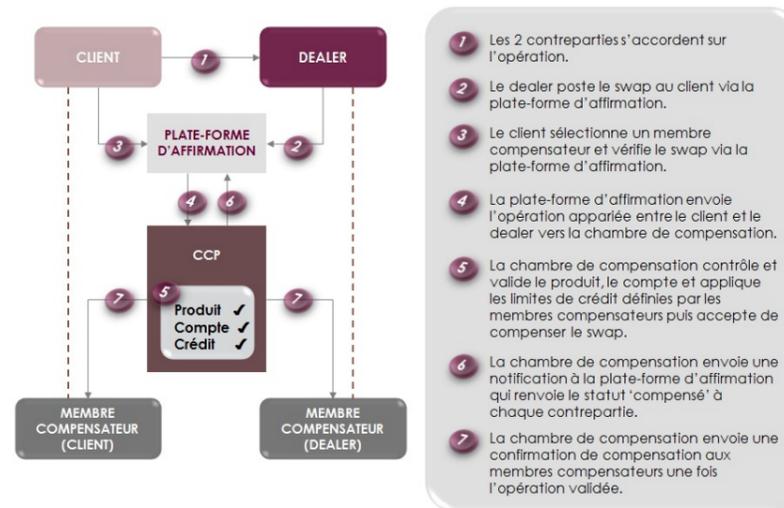
Il est important de connaître le processus Front- to Back proposé, depuis l'étape de négociation jusqu'à celle de reporting : affirmation et traçabilité des opérations, délais d'acceptation ou de rejet, heures de cut-off, traitement des ordres de blocs, règlement des opérations, traitement des cas de défaut...

Il faut également évaluer l'expérience du prestataire dans la compensation de produits dérivés pour compte de tiers. En particulier, le personnel est-il assez expérimenté, dimensionné et capable de répondre avec efficacité à des problématiques opérationnelles ?

L'efficacité et la robustesse opérationnelles du membre compensateur doivent être prises en considération par le buy-side mais sans perdre de vue les volumes sur lesquels ils envisagent de travailler.

Il peut également être pertinent coté buy-side de vérifier les solutions proposées par un membre compensateur dans un environnement 'multi-broker'. Que propose-t-il en terme de portabilité au niveau du cash, des positions ou du collatéral ?

Cycle de vie de la compensation OTC



Le processus de valorisation des positions et d'analyse de risque

Le clearing broker peut proposer à ses clients du buy-side différents services type Middle-Office pour calculer des valorisations de positions, de collatéral ou encore des services d'analyse de risque (analyser les caractéristiques du portefeuille et les risques comme le risque de marché ou le risque lié au rendement par exemple).

Le processus de reporting

Il faut distinguer les services liés au reporting réglementaire imposé par EMIR (auprès de Référentiels Centraux) et les régulateurs des services de reporting permettant à un instant donné d'avoir des indicateurs sur les portefeuilles, le collatéral, les niveaux de limites...

Outre la nature des services de reporting proposés, l'accessibilité et les possibilités de la plateforme client seront également des critères de choix pour le buy-side.

Stratégie de gestion des risques

Si la compensation centralisée imposée par EMIR tend à diminuer le risque de contrepartie, les acteurs du buy-side restent néanmoins exposés aux risques de crédit et opérationnel. Il est donc important d'évaluer quelles mesures un membre compensateur a mis ou va mettre en place afin de les limiter au maximum. Quelle politique générale de gestion des risques compte-t-il mener ? Plus spécifiquement, quel(s) contrôle(s) effectue-t-il lorsque, par exemple, il sélectionne un client ?

Concernant le risque de crédit, quelles mesures sont censées protéger les clients du membre compensateur s'il fait défaut ? Si l'un de ses clients fait défaut ? Ou si la CCP fait défaut ?

Pour la gestion de son risque opérationnel, le membre compensateur a-t-il un plan de continuité d'activité ? Quelles sont les mesures de sécurité en vigueur au niveau de ses infrastructures IT ? Plus particulièrement au niveau de la plateforme de compensation ? Utilise-t-il des ressources informatiques appartenant à d'autres entités ? Utilise-t-il des environnements, bases de données dédiées ? Quelles mesures de contrôles interne et conformité prévoit-il pour l'activité OTC ? Ces contrôles répondent-ils à des standards ? Les résultats de ces contrôles sont-ils certifiés par des tiers indépendants ?

Caractéristiques et gouvernance du membre compensateur

L'application de la compensation centralisée tend à réduire fortement le risque de contrepartie mais ne l'élimine pas. En effet, si un membre compensateur fait faillite, l'opérateur se retrouve en risque au niveau de ses engagements (cash et collatéral). C'est pourquoi il est important, lors du choix du membre compensateur, de se tourner vers un acteur offrant les meilleures garanties possibles de solidité financière. Il convient alors d'évaluer plusieurs éléments comme sa structure capitalistique, sa ou ses implantations, ses références en terme de clientèle voire son rating ou le cas échéant celui du groupe auquel il appartient.

Cadre juridique

Quel est le niveau d'expertise de la documentation juridique du membre compensateur ? Quel niveau de SLA pratique-t-il ? Il est primordial, lors du processus de sélection d'un membre compensateur, d'étudier par exemple les modèles de contrats, de SLA ou de NDA (Non Disclosure Agreement) qu'il utilise.



Politique tarifaire

De manière générale, quelles sont les conditions financières des différents services proposés ? Une grille tarifaire est-elle disponible ? Quelles sont les modalités de facturation (minimum de facturation, devise de facturation, fréquence de facturation, modalités de paiement...) ? Des rétrocessions de frais sont-elles envisageables à partir d'un certain seuil de volumes compensés ?

Plus en détail, quelle est la structure de coûts utilisée par le clearing broker (coûts directs / coûts indirects) ? La portabilité et/ou le principe de réversibilité sont-ils facturés ? Quels sont les coûts liés aux intérêts applicables aux marges (IM / VM) ?

Processus d'intégration

Le clearing broker propose-t-il d'accompagner ses clients dans la phase de mise en place des moyens techniques et juridiques pour leur permettre d'assurer la compensation de leurs dérivés OTC ? Quelle méthodologie d'intégration client propose-t-il ? Quel niveau d'accompagnement et support propose-t-il au niveau humain et technique ? Quels moyens met-il à disposition durant la phase de tests et paramétrage ? Dans quel délai peut-il réaliser l'intégration ? Ces services sont-ils assurés par des ressources internes et/ou propose-t-il également un accompagnement par des prestataires extérieurs ?

“ Etant donnés les risques potentiels sur la stabilité financière liés à la relative rareté du collatéral, la disponibilité et l'utilisation des besoins en collatéral devront être suivis de près ”

Autorité Européenne
des Marchés Financiers



L'ENTRETIEN CAPTEO

Extraits de l'entretien mené par CAPTEO le 11 février 2013

Les acteurs du buy-side se sont-ils préparés de manière adéquate à la nouvelle réglementation ?

En fait, ils découvrent tardivement l'impact d'EMIR : ils sont surpris à la fois par les coûts (de clearing, de reporting et d'onboarding) et les nouveaux montants ou les montants élevés de collatéral requis. Là où les grands acteurs vont pouvoir encaisser le choc sans trop de problème, les petites et moyennes entités vont devoir arbitrer entre leur volume d'activité OTC et les frais additionnels causés par la compensation OTC et la gestion du collatéral. En conséquence, il faut s'attendre soit à une sortie de certains acteurs du marché OTC, soit à un changement de comportement dans leur stratégie d'investissement (basculer vers des produits listés). A l'extrême, cela pourrait aller jusqu'à l'abandon ou la remise en cause de leur stratégie de couverture, c'est-à-dire augmenter le risque, à l'inverse de l'objectif initialement défini par le régulateur.

Quel est l'état des lieux en matière d'offre de compensation ?

A ce jour, selon notre compréhension du marché, il n'y a que peu d'acteurs en Europe qui soient réellement en mesure de proposer une offre complète à destination du buy-side, combinant notamment les services de compensation OTC et d'optimisation du collatéral. Les dépositaires semblent les mieux armés, de par leur assise financière, leur connaissance des spécificités liées aux fonds comme la ségrégation des comptes et leur expérience dans la gestion du collatéral.

René ROSSDEUTSCHER
Derivatives Clearing Sales EMEA
State Street Global Markets



S'agit-il vraiment d'une offre globale ?

Absolument. Par exemple, les clients qui pensent à externaliser leurs opérations de Middle-Office OTC (sur les produits compensés et la gestion du collatéral) pourraient également externaliser le traitement des opérations qui resteraient bilatérales.

Quelles sont vos préconisations concernant le chantier d'intégration ?

Mieux vaut anticiper suffisamment tôt le lancement des projets car des risques 'd'embouteillage' sont à prévoir à trois niveaux différents, au niveau des CCPs, des membres compensateurs et clients. Les clients doivent idéalement dédier une équipe au projet (distincte de l'équipe de production) pour qu'il soit mené dans de bonnes conditions et qu'il respecte les délais.

FOCUS 'ON-BOARDING'

Le chantier d'implémentation consiste à mettre en place les moyens techniques, opérationnels et juridiques avec le membre compensateur pour assurer la compensation des opérations sur dérivés OTC. D'après notre benchmark marché, ce chantier peut prendre, selon la complexité du projet (types d'instruments, nombre de CCP...) et la mobilisation des interlocuteurs, de 4 à 6 mois. Une phase complémentaire de mise en conformité sera nécessaire pour les nouveaux clients (process KYC).

A l'issue du contrat de service signé avec le membre compensateur, l'utilisateur de produits dérivés OTC connaît précisément ses besoins actuels et futurs (en termes de classes d'actifs, de volumes et de liquidité associée).

Le projet se décompose ensuite en 3 principaux chantiers menés en parallèle :

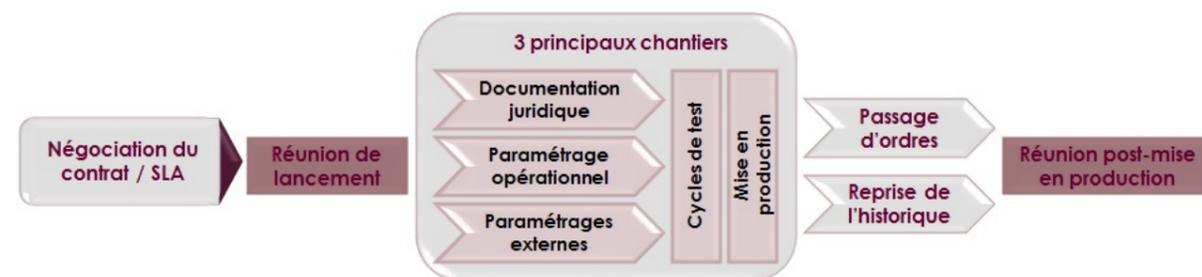
Documentation juridique
Ce chantier a pour objectif de négocier les contrats de compensation OTC (convention-cadre et annexes : ISDA, FBF, DRV...) et les critères d'éligibilité du collatéral. Il implique les équipes juridiques. Elles utilisent en général des modèles standards à l'industrie pour faciliter cette phase de documentation. Il est primordial de suivre très régulièrement le niveau d'avancement de ce chantier afin de se synchroniser avec les 2 autres et éviter tout retard.

Paramétrage opérationnel
Ce chantier vise l'interfaçage et le paramétrage des données client dans le système du membre compensateur ; il débute par une phase de 'Due Diligence'. Il a pour objectif d'implémenter le routage et le reporting des opérations (processus automatique traité par le membre compensateur). Il implique les équipes Middle & Back-Office, Collatéral, Risques et Contrôle Interne.

Paramétrage externe
Ce chantier a pour but de s'interfacer avec la CCP (validation du processus de compensation et d'ouverture de comptes) et de mettre à jour la documentation correspondante. Il implique les équipes Middle & Back-Office, Risques et Contrôle Interne.

Ces 3 chantiers sont suivis par une phase de test 'front-to-back' permettant de valider les process de saisie d'un ordre, d'appel de marge, de reporting. A ce stade, les opérateurs peuvent bénéficier d'une formation pour l'utilisation des nouveaux outils. Une fois le système mis en production, le membre compensateur assure à la fois le traitement des nouvelles opérations, la gestion des marges et le chargement des anciennes opérations. Ces premiers jours requièrent une réelle mobilisation de la part des prestataires.

Le projet se conclut par une réunion de bilan qui acte la bonne marche des opérations et ouvre la période de service régulier.



L'EXPERTISE CAPTEO

La réussite d'un projet de 'Clearing OTC' repose principalement sur la qualité des équipes qui seront mises à votre disposition. Le cabinet CAPTEO dispose des moyens pour accompagner ses clients de bout en bout sur les problématiques liées à la compensation OTC : depuis le cadrage stratégique jusqu'au projet de déploiement et de mise en place de la solution retenue.

Dans cette optique, nous pouvons mobiliser une équipe de professionnels expérimentés pour vous assister dans la mise en place de ces transformations et de votre nouveau modèle opérationnel cible.

CAPTEO vous accompagne dans :

Le cadrage du projet (définition du périmètre produits et fixation des objectifs)

L'étude d'impacts (identification et analyse des impacts sur l'organisation, les processus opérationnels et les systèmes)

Le cadrage spécifique concernant les OTC bilatéraux (non éligibles à la compensation) et la gestion du 'set-up' collatéral

L'étude d'opportunité concernant l'externalisation totale ou partielle de certaines fonctions telles que le Middle-Office OTC

La gestion et le dépouillement du dossier d'appel d'offres incluant le questionnaire et le cahier des charges

L'analyse des offres CCP et la formulation de recommandations sur le choix du membre compensateur

La définition du modèle économique et opérationnel cible

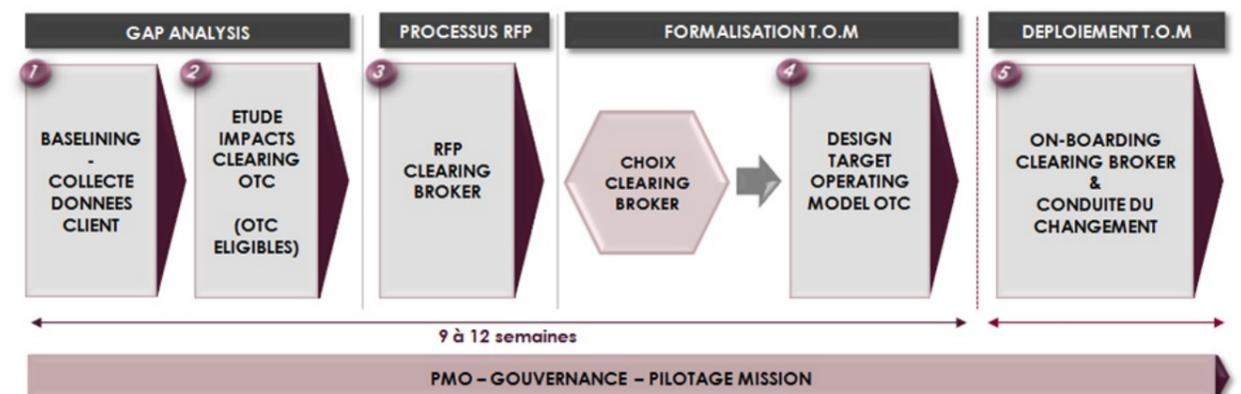
La revue de la documentation juridique, la négociation du contrat SLA et la prise en charge de la rédaction

Le déploiement et l'intégration des portefeuilles OTC chez le/les futur(s) prestataire(s) retenu(s)

La formation et la sensibilisation des collaborateurs au modèle opérationnel cible

Les outils et l'expertise métier du Cabinet CAPTEO dans ce domaine ainsi que sa connexion aux acteurs de place garantissent la pertinence de l'analyse, l'exhaustivité des critères pris en compte dans la sélection et la qualité du dossier de recommandations.

De par son expérience, le cabinet CAPTEO est à même de proposer une démarche complète et de l'adapter au contexte du client. Cette démarche se présente en 5 étapes :





CONTACTS



Richard TEUSCHER
Directeur Général
+33 6 17 35 85 51
rteuscher@capteo.com



Mehdi ABOUELFATH
Manager Practice CIB
+33 6 11 79 04 00
mabouelfath@capteo.com



Raphaël PENSEC
Manager Practice
Asset Management
+33 6 17 34 03 59
rpensec@capteo.com

capteo) Consulting
Global Capital Markets

11, avenue de l'Opéra 75001 - Paris

+33 1 40 40 10 10

www.capteo.com

CAPTEO est un Cabinet de Conseil en Stratégie, Management et Organisation, spécialisé dans la Finance. Par la diversité de ses expertises et la qualité de ses équipes, CAPTEO se positionne comme un interlocuteur de référence auprès des principaux acteurs (banques d'investissement et de financement, sociétés de gestion, assureurs) avec la volonté de construire des relations durables avec chacun d'entre eux.

CAPTEO accompagne ses clients dans la définition de leur stratégie, la gestion de leurs projets complexes et l'amélioration de leurs performances opérationnelles. Depuis plus de 7 ans, des acteurs majeurs du monde de la Finance ont témoigné leur confiance en attribuant à CAPTEO des missions de conseil et d'expertise à forte valeur ajoutée.

CAPTEO publie régulièrement des études et des travaux de recherche, notamment sur les problématiques réglementaires.
Pour plus d'information, visitez www.capteo.com

Ce document est une publication officielle de CAPTEO.

Les informations contenues dans ce document sont fournies à titre informatif seulement. L'information est considérée comme fiable, mais CAPTEO ne garantit ni son exhaustivité ni son exactitude.

Les opinions et les estimations contenues dans ce document constituent des jugements de la part de CAPTEO et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. CAPTEO ne peut être tenu responsable de toute erreur, omission ou avis contenus dans ce document.