

KANTOR PARTNERS

Les impacts EMIR sur les produits dérivés OTC



Auteur : Marie-Lison GARCIA

EMIR – Les impacts EMIR sur les produits dérivés OTC**Table des matières**

1. Rappel sur les OTC	3
2. Introduction	3
A. Eléments de contexte	3
B. Impacts réglementaires	4
3. Objectifs	4
A. La transparence de l'activité.....	4
B. La réduction des risques	5
C. La standardisation.....	5
4. Focus sur la compensation centralisée	6
A. Rappel sur l'obligation de compensation	6
B. Exemption de compensation et de reporting.....	7
5. Focus sur le cadre opérationnel des OTC non compensés	7
A. Présentation des mécanismes de réduction du risque opérationnel.....	7
B. La réduction des délais de confirmation.....	7
C. L'amélioration du processus de résolution des disputes.....	7
D. La réconciliation des portefeuilles	8
E. Valorisation des contrats en vie hors NFC	8
6. Focus sur l'obligation de reporting ESMA aux Trade Repositories	8
A. Section 1 : le reporting des "counterparty data"	8
B. Section 2 : le reporting des "common data"	8
C. Des identifiants uniques	8
7. Les principaux impacts EMIR au regard de la compensation des OTC	9
8. Pour en savoir plus.....	10

1. Rappel sur les OTC

Un produit dérivé est un contrat entre deux parties, dont la valeur dépend (dérive) de celle d'un actif financier ou d'un indice de référence ; ce dernier est appelé sous-jacent du produit dérivé.

Aussi, les produits dérivés sont négociés soit sur les marchés organisés ou directement entre les parties, de gré à gré (OTC, Over The Counter).

Le marché de gré à gré « OTC » abrite des opérations non réglementées, libre de toute contraintes :

- o Pas de dépôt de garantie
- o Pas d'appel de marge
- o Pas de chambre de compensation

Les produits sont souvent créés pour les besoins d'un client. Ils s'échangent donc avec une transparence faible. De plus, la sécurisation repose sur des mécanismes bilatéraux entre participants : il suffit à deux intervenants de s'entendre sur les termes d'un contrat pour que celui-ci soit négocié de gré à gré.

Les dérivés négociés peuvent être des :

- o Contrats à terme (forwards)
- o Swaps
- o Options

2. Introduction

A. Eléments de contexte

Le marché des produits dérivés a explosé entre les années 1990 et la première décennie des années 2000. Les dérivés OTC, et plus particulièrement les CDS¹ ont été des facteurs de la crise financière, du fait notamment de l'absence de transparence sur les positions détenues par les acteurs financiers sur ces instruments. Ces dérivés ne sont en grande partie pas soumis à la réglementation MIFID qui impose des obligations de transparence en termes de reporting² et d'affichage de prix.

Le projet de règlement EMIR (European Market Infrastructure Regulation) est la traduction européenne des engagements pris lors du sommet du G20 en 2009 pour faire décroître le risque systémique lié à l'utilisation massive des marchés dérivés OTC.

¹ Credit default swap : "Le **CDS** signifie *Credit Default Swap* et peut être traduit par couverture de défaillance. Il s'agit d'un contrat de protection d'un crédit afin de se prémunir contre un risque de défaut de paiement d'une entreprise ou d'un État. La personne qui achète cette protection verse une prime annuelle en fonction du risque du crédit, cependant il ne se produit aucune transaction monétaire tant qu'un événement de crédit, tel que convenu lors de la constitution du contrat entre les deux parties, ne soit survenu." (Source www.andlil.com)

² RDT : le Reporting direct des transactions. C'est un volet de la Directive MIF qui impose à tout PSI (Prestataire de services d'investissement) de déclarer systématiquement au régulateur dont il dépend une partie des transactions passées. Pour aller plus loin : http://www.amf-france.org/documents/general/7881_1.pdf

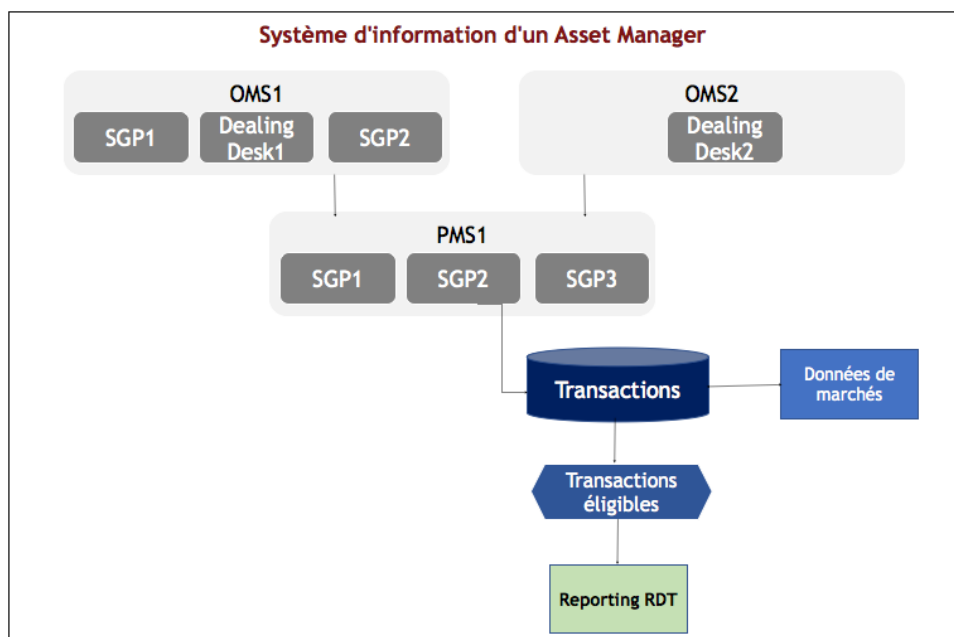
B. Impacts réglementaires

Le constat de ces insuffisances structurelles en termes d'infrastructure de maîtrise du risque systémique a poussé les membres du G20 à prendre des engagements relatifs à :

- o L'obligation de compensation ;
- o L'obligation de reporting ;
- o Les besoins en fonds propres supplémentaires pour les contrats non compensés.

L'EMIR vise à :

- o Accroître la transparence des marchés OTC avec la création de référentiels centraux (trade repositories) ;
- o Réduire le risque de contrepartie avec l'obligation de compensation par le biais de contreparties centrales pour les dérivés standardisables.



3. Objectifs

A. La transparence de l'activité...

... se fait avec l'obligation de déclaration aux autorités et de la compensation des opérations de transactions de produits dérivés OTC.

Plus particulièrement, il est désormais obligatoire d'adresser un reporting aux Trade Repositories qui sont les nouvelles entités en charge de collecter et stocker les enregistrements sur tous les produits dérivés.

A noter concernant l'obligation de déclaration des transactions³ : *“Toutefois, à la suite de la modification du règlement EMIR qui entrera en vigueur le 18 juin 2020, les contreparties non-*

³ Source : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/emir>

financières ne seront plus responsables de la déclaration des transactions sur produits dérivés lorsque l'autre contrepartie à la transaction est une contrepartie financière. De plus, les contreparties sont exemptées de l'obligation de déclaration pour les transactions intra-groupe lorsque certaines conditions sont remplies."

Le périmètre des dérivés à compenser évolue en fonction des capacités des chambres de compensation, dites CCP (*Central Counterparty*), à compenser. Cette liste est maintenue à jour par l'ESMA.

Le règlement sera applicable aux entreprises financières et non financières (avec la définition de règles d'exemption pour les opérations de couverture ainsi que les opérations intra-groupe).

B. La réduction des risques

Celle-ci s'opère par le biais de 3 mécanismes :

- o Avec des plateformes de négociations organisées ;
- o Avec la mise en place de chambres de compensation centrales ;
- o Avec un cadre pour les dérivés non compensés.

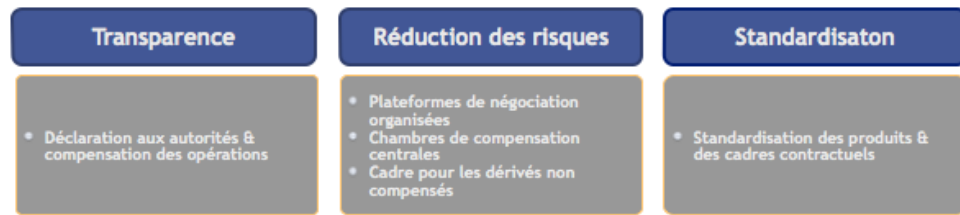
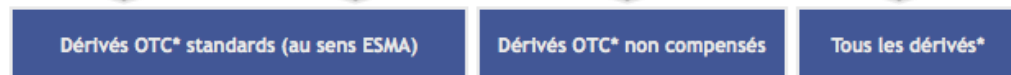
L'objectif est de mettre en place des techniques d'atténuation des risques pour les contrats non compensés par une contrepartie centrale. Les principales mesures sont les suivantes :

- o La réduction des délais de confirmation ;
- o L'amélioration du processus de résolution des disputes ;
- o La réconciliation des portefeuilles ;
- o La valorisation des contrats en vie.

C. La standardisation

Il est ici question d'accroître la standardisation des produits avec la mise en place de cadres contractuels plus spécifiques.

Aussi, les objectifs, piliers et principaux enjeux peuvent être simplifiés ainsi :

Objectifs**Piliers****Instruments**

* Au sens de l'annexe I de la Directive MIF (source AMF)

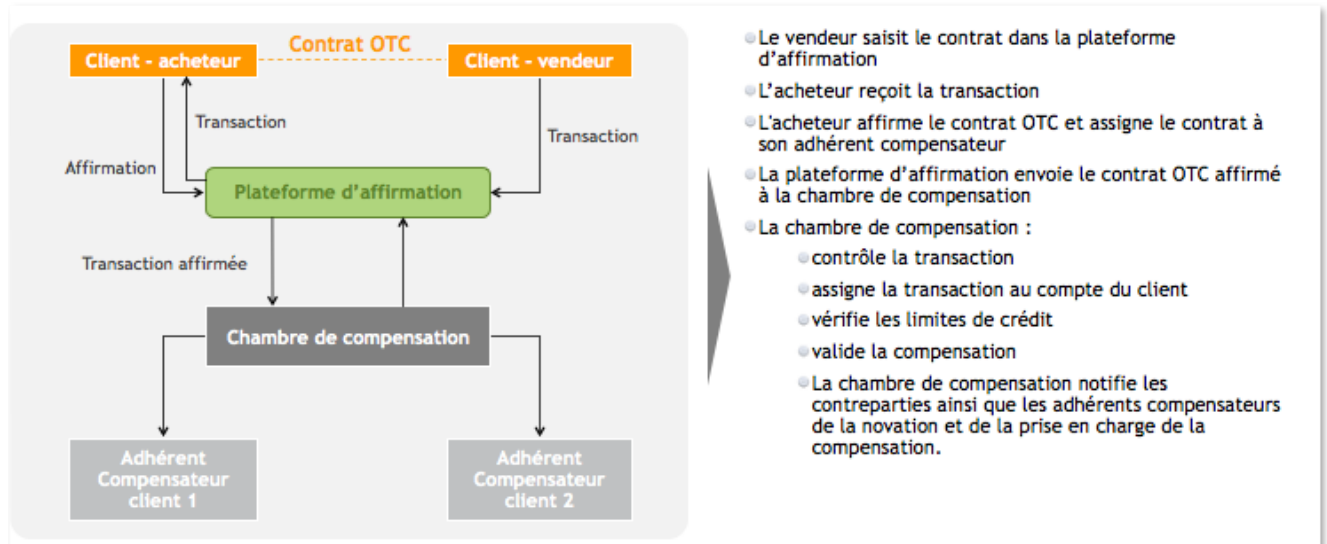
4. Focus sur la compensation centralisée

A. Rappel sur l'obligation de compensation

- o La mise en application de l'obligation de compensation s'est faite le 16 mars 2014.
- o Le périmètre concerne les :
 - Contrats OTC portant sur un instrument soumis à l'obligation de compensation (hors intra-groupes) ;
 - FC et NFC+ (OTC restant en bilatéral)⁴.
- o La compensation doit s'effectuer au sein d'une chambre de compensation autorisée au regard d'EMIR ou reconnue équivalente par l'ESMA.

⁴ Classification FC vs NFC:

- **Contreparties Financières (Financial Counterparty / FC)** : Les Contreparties Financières intègrent les établissements de crédits, les entreprises d'assurance, d'assurance vie, de réassurance, les OPCVM, les sociétés de gestion, les institutions de retraite professionnelle et fonds d'investissements alternatifs
- **Contreparties Non Financières (Non Financial Counterparty / NFC)** : tout entité légale établie dans l'Union Européenne qui n'est pas incluse dans la définition des Contreparties Financières ou des contreparties exemptées et n'est pas une chambre de compensation.
- La distinction Grande + / Petite - : les contreparties doivent calculer la position moyenne agrégée au niveau groupe, par classe d'actifs, sur les 12 mois précédents, et la position + ou - se fait par rapport à des niveaux de seuils définis.



Présentation European Market Infrastructure Regulation

B. Exemption de compensation et de reporting

Certaines Banques Centrales ont ensuite été exemptées par la Commission Européenne, notamment celles des pays suivants : Australie, Canada, Hong Kong, Mexique, Singapour, Suisse.

5. Focus sur le cadre opérationnel des OTC non compensés

A. Présentation des mécanismes de réduction du risque opérationnel

Le périmètre de l'obligation de compensation évolue en fonction de la capacité des CCP à compenser des instruments.

C'est pourquoi, il est nécessaire de :

- o Suivre l'évolution du périmètre instrument soumis à l'obligation de compensation ;
- o Mettre en œuvre les mécanismes de réduction du risque opérationnel pour les OTC restant en bilatéral (FC, NFC+, NFC).

Il existe 5 mécanismes qui visent à réduire le risque opérationnel des OTC restant en bilatéral.

B. La réduction des délais de confirmation

Les délais de confirmation sont contraints en fonction de la nature de la contrepartie et du périmètre instrument. Les deals non-matchés depuis 5 jours devront être reportés à l'AMF.

C. L'amélioration du processus de résolution des disputes

Les contreparties s'accordent sur des procédures et processus détaillés, au moment de la signature d'un contrat dérivé de gré à gré, permettant :

- o Le traitement des disputes (reconnaissance, valeur du contrat ou montant de collatéral) dans un délai de 5 jours ouvrés ;
- o La déclaration à l'AMF des disputes portant sur un notionnel supérieur à 15m€ ayant duré plus de 15 jours.

D. La réconciliation des portefeuilles

La réconciliation permet d'identifier les éventuels écarts de données sur les aspects de leurs transactions (valeur du contrat, maturité, dates de paiement et de règlement, etc.). Les fréquences de réconciliation des portefeuilles (incl. la valorisation) sont conditionnées par la taille de ces derniers :

- a. FC et NFC+ : quotidienne ≥ 500 contrats, hebdomadaire = 51 et 499, trimestrielle ≤ 50
- b. Lorsque l'une des contreparties est NFC : trimestrielle ≥ 100 contrats OTC, annuelle ≤ 100 .

E. Valorisation des contrats en vie hors NFC

Les contrats OTC doivent être valorisés quotidiennement au *mark-to-market* ou selon un *mark-to-model* si la liquidité du marché n'est pas suffisante.

6. Focus sur l'obligation de reporting ESMA aux Trade Repositories

La déclaration aux Trade Repositories est composée de 2 sections.

A. Section 1 : le reporting des "counterparty data"

- o Cela concerne les deux contreparties et les CCP (avec une mise à jour quotidienne).
- o La section comporte les informations sur :
 - La contrepartie déclarante ;
 - La valorisation (date de dernière valorisation, MTM...);
 - Le collatéral (incl. précision si collatéralisation au niveau du contrat ou du portefeuille).

B. Section 2 : le reporting des "common data"

- o Cela concerne au moins l'une des contreparties.
- o La section contient les informations relatives au contrat (l'instrument, le sous-jacent, le notionnel, le product ID...).

C. Des identifiants uniques

Compte-tenu de la volumétrie à traiter, une nomenclature unique et partagée par l'ensemble des acteurs est en cours de définition pour certains champs :

- o Code contrat : Unique Trade Identifier (UTI)
- o Code produit : Unique Product Identifier (UPI)
- o Code entité : Legal Entity Identifier (LEI)

A noter⁵ que la nouvelle disposition du 18 juin 2020, vise essentiellement à alléger les obligations qui pèsent sur les NFC et à éviter la duplication inutile de déclarations aux référentiels centraux, d'autre part.

7. Les principaux impacts EMIR au regard de la compensation des OTC

- o La mise en place d'appels de marge initiale et variable pour les dérivés OTC.
- o Un suivi différent entre les contrats dérivés OTC bilatéraux et compensés.
- o Une possible difficulté à conserver les stratégies de gestion et de couverture tout en étant conforme à EMIR.
- o De nombreuses questions chez les acteurs financiers de la place sur l'organisation pour répondre aux nouvelles obligations, sur la transformation, l'optimisation des titres en collatéral et les coûts associés.
- o La nécessité de disposer des ressources adaptées pour mettre en œuvre ces transformations et dimensionner son système d'information.
- o L'enjeu de maîtriser globalement les risques malgré les transformations de la chaîne opérationnelle.

→ *Les impacts opérationnels se concentrent au niveau des nouveaux acteurs, des nouveaux workflows et process avec notamment :*

- La gestion parallèle d'instruments OTC compensés vs. non compensés.
- L'opportunité d'externaliser tout ou partie du middle-office OTC.
- Une chaîne de traitement suffisamment flexible pour intégrer de nouveaux acteurs et adapter ses relations avec les acteurs existants.

→ *Les impacts financiers sont liés aux nouveaux coûts liés à la gestion du collatéral.*

→ *Les impacts risques résident dans la revue des risques de contrepartie et des risques opérationnels avec des méthodologies différentes de calculs de risques et de gestion des défauts.*

⁵ Source : <https://cms.law/fr/fra/news-information/emir-refit-exempte-les-nfc-des-obligations-de-reporting>

- *Les impacts organisationnels sont liés aux impacts opérationnels notamment avec la question de la gestion interne vs. sous-traitance, relation front-middle dans la gestion du collatéral.*

- *Les impacts IT sont essentiellement liés à l'adaptation des outils.*

 - Front-Office : avec des connexions aux plateformes de négociation, aux calculateurs de marge initiale.
 - Middle-Office : avec des connexions aux plateformes d'affirmation et le suivi du collatéral.
 - Risques : pricing, contrôle des expositions.

8. Pour en savoir plus...

[Le règlement européen EMIR - dossier thématique AMF](#)

[Liste des chambres de compensation autorisée au regard d'EMIR par l'ESMA](#)

[Pour aller plus loin : impacts EMIR sur les dérivés OTC, vue juridique](#)

[Réglementation des marchés otc, EMIR vu par MPG Partners - dossier thématique](#)

[EMIR Q/A par Société Générale](#)