

## EMIR : LA FACTURE DE LA COMPENSATION AUGMENTE.

Depuis plusieurs mois, un certain nombre d'évolutions chez LCH, principale chambre de compensation en Europe, ont fait gonfler la facture de la compensation des dérivés OTC. Et ce n'est pas fini ! Ces évolutions résultent notamment de nouvelles exigences du régulateur et devraient se retrouver chez d'autres chambres de compensation.

**Que vous soyez adhérent direct ou adhérent indirect via un Clearing Broker, la facture s'alourdit.**

- Acte 1 : La rémunération de l'Initial Margin était floorée à zéro, elle ne l'est plus. Avec un Eonia à 5 points de base, l'initial Margin qui est rémunérée à Eonia – 30 bp est donc « rémunérée » à un taux négatif de -0.25%.
- Acte 2 : La méthodologie de calcul de l'initial Margin est revue « à la marge ». Il en résulte tout de même une augmentation moyenne de l'initial Margin déposée chez LCH de 40% environ. Les opérations de maturité courte sont les plus affectées par les changements de méthodologie.
- Acte 3 : Les frais d'adhésion annuels sont revus à la hausse.
- Acte 4 : Le fonds de garantie qui était doté au minimum de 10 millions de GBP pour chaque adhérent direct est désormais doté de 13 millions de GBP minimum. De nouveaux facteurs de risque sont pris en compte dans le calcul du fonds de garantie.
- Acte 5 (à venir avant l'été) : les adhérents directs devront cotiser au fonds de garantie non seulement au titre de leurs positions pour compte propre mais aussi au titre de leurs positions pour compte de client (leur activité de Clearing Broker).

L'idée du régulateur est de renforcer le modèle où la contrepartie en défaut supporte les conséquences financières de son propre défaut. Ce modèle doit donc permettre, en théorie, de baisser le dimensionnement des fonds de garantie. Mais si les fonds de garantie baissent en proportion de l'Initial Margin, il n'est pas sûr qu'ils baissent en valeur absolue.

Notons que l'arbitrage procuré jusqu'ici par la compensation indirecte (qui résultait du fait qu'un Clearing Broker ne cotisait pas au fonds de garantie pour ses comptes clients) va disparaître. Il en résultera une hausse sensible du coût de la compensation pour les clients, encore plus importante que celle pour les adhérents directs, **puisque les Clearing Brokers ne vont pas manquer de répercuter ces nouveaux coûts à leurs clients.**

### **Conclusions :**

1- Que vous soyez adhérent direct ou indirect, la facture augmente surtout à travers le coût de financement de l'initial Margin. Si vous avez estimé votre Initial Margin à l'aide de l'ancienne méthodologie (dernière modification mi-mai 2013) nous vous conseillons de réévaluer vos chiffres.

2- Si vous projetez d'être adhérent indirect, voyez comment votre Clearing Broker compte vous répercuter le coût de la cotisation au fonds de garantie au titre de vos positions. Le traitement en fonds propre du fonds de garantie est défavorable et le coût peut donc être significatif.

3- Il y a une bonne nouvelle : les chambres de compensation vont déposer cet été un dossier d'homologation auprès de l'ESMA et devront donc figer leurs règles de fonctionnement pendant au moins 6 mois. Six mois sans augmentation des coûts, un bonheur !

ESTER S.A.S - Société par Actions Simplifiée au capital social de 60.000 EUR

Siège Social : 12 rue Vivienne 75002 Paris – Tel : 01 70 60 72 32 - RCS 512 378 407 Paris – Code NAF 7022Z

## *Sociétés Financières*

### EMIR IMPOSE DESORMAIS UNE VALORISATION QUOTIDIENNE

**Les contrats dérivés des institutions financières, qu'ils soient logés en chambre de compensation ou non, doivent faire l'objet d'une valorisation quotidienne.**

Cette obligation s'applique notamment à toutes les contreparties financières : Banques, assureurs, mutuelles, fonds UCITS.

EMIR distingue les opérations pour lesquelles il est possible de faire une valorisation au prix de marché et les opérations pour lesquelles il est nécessaire de faire un prix de modèle. Néanmoins, dans les deux cas, une valorisation quotidienne est nécessaire.

L'utilisation d'un prix de modèle est autorisé lorsque :

- Le marché est inactif.
- Les prix de marché présentent une fourchette acheteur/vendeur trop large pour être utilisés avec confiance.

En réalité, ces deux conditions sont souvent redondantes et concernent notamment la plupart des produits complexes, ainsi que des produits plus simples, mais indexés sur des références peu liquides comme par exemple le TEC 10, voire le Livret A « nouvelle formule ».

Cependant, l'utilisation d'un modèle doit satisfaire quelques critères. Celui-ci doit :

- Reposer sur des informations de marché pertinentes.
- Reposer sur des techniques de valorisation reconnues.
- Permettre de retrouver le prix d'instruments de marché plus liquide (calibration).
- Faire l'objet d'une validation par une entité indépendante de celle qui porte le risque de l'opération.
- Faire l'objet d'une documentation approuvée au minimum une fois par an par un organe de direction de la société. L'approbation peut être déléguée à un comité.

**ESTER peut vous aider à mettre en œuvre dans la pratique cette obligation réglementaire qui s'impose à toutes les sociétés financières dès aujourd'hui.**

**Contacts :**

**Elsa Sitruk, Directrice Générale**  
Tel : 01 70 60 72 33  
[elsa.sitruk@esterfinance.com](mailto:elsa.sitruk@esterfinance.com)

**Stéphane Kourganoff, Président**  
Tel : 01 70 60 72 32  
[stephane.kourganoff@esterfinance.com](mailto:stephane.kourganoff@esterfinance.com)

**Julien Martin, Consultant**  
Tel : 01 70 60 73 02  
[julien.martin@esterfinance.com](mailto:julien.martin@esterfinance.com)

**Jérôme Meyrignac, Consultant**  
Tel : 01 70 60 73 04  
[jerome.meyrignac@esterfinance.com](mailto:jerome.meyrignac@esterfinance.com)

Site Internet : [www.esterfinance.com](http://www.esterfinance.com)

Lettre d'information : La Lettre ESTER

Rédigée le 17 Mai 2013

**Avertissement**

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, [www.orias.fr](http://www.orias.fr), et membre de la CNCIF.

