

## CORPORATES : COMMENT OPTIMISER LES CHARGES REGLEMENTAIRES POUR VOS DERIVES A LONG TERME ?



*Par Edouard Nguyen*  
*Directeur associé*  
*Practice corporates et trésoreries*

### LA REGLEMENTATION BANCAIRE GENERE DES SURCOUTS SUR LES PRODUITS DERIVES

Les crises économiques et financières de 2007 et 2008 ont lancé une tendance au durcissement de la réglementation bancaire qui incite les banques d'une part à mieux calculer leurs risques et d'autre part à mieux les couvrir.

Ces mesures de protection occasionnent des coûts supplémentaires (xVAs) que les banques entendent répercuter sur les clients qui sont sources des activités les plus consommatrices en risque.

#### **En quoi cette réglementation bancaire impacte-t-elle les corporates ?**

Souvent non collatéralisées, les corporates représentent un risque pour les banques. Ce risque dépend bien sûr de la probabilité de défaut du corporate et sera d'autant plus important que le nominal de la transaction est élevé, que son sous-jacent est volatile, et que sa maturité est longue. Plus le risque est élevé, plus le coût de sa couverture le sera et, par conséquent, le prix du dérivé pourra se voir détérioré de façon significative.

En guise d'exemple, un swap de variabilisation vanille à 10 ans pour un corporate noté BBB pourrait voir son taux fixe détérioré d'environ 6 bps. Pour un nominal de 100 M €, nous parlons donc d'un coût supplémentaire en P&L de 600 k€ au total sur les 10 ans.

### QUELQUES BONNES PRATIQUES POUR OPTIMISER VOS PRIX

#### **Bonne pratique N°1 : ayez une vision détaillée de vos charges**

Dialoguez avec vos banques et demandez le détail des charges pour comprendre comment le prix est construit entre le mid marché, la marge du trading et les xVAs.

#### **Bonne pratique N°2 : pratiquez une mise en concurrence efficace**

Contrairement à certaines idées reçues, un grand nombre de banques n'est pas indispensable pour obtenir de bons prix. Au contraire, dans le cas de dérivés volumineux et long terme, interroger trop de banques pourrait nuire à l'efficacité opérationnelle et à la discrétion. Dialoguez avec vos banques pour repérer les plus compétitives et au moment d'exécuter, n'interrogez que les meilleures.

#### **Bonne pratique N°3 : ne négligez pas l'effet portefeuille**

La sensibilité de la transaction peut venir alourdir ou réduire le risque de votre portefeuille avec une banque donnée, modifiant son appétit pour le trade. Autrement dit, des charges élevées ne signifient pas forcément que la banque n'est pas compétitive...

#### **Bonne pratique N°4 : méfiez-vous de l'idée qui consiste à réduire la maturité d'une couverture pour économiser des charges**

S'il est vrai qu'une transaction plus courte bénéficiera de charges réduites, il n'est pas forcément judicieux de prendre un risque de renouvellement pour économiser quelques points de base.

## LES APPELS DE MARGE POUR REDUIRE LES CHARGES

Encore rares il y a quelques années, l'utilisation des appels de marge devient plus fréquente chez les corporates. Leur utilité dépasse la simple optimisation des prix. En particulier, ils neutralisent l'essentiel du risque de défaut et de liquidité de façon bilatérale : le risque du corporate pour la banque mais également le risque de la banque pour le corporate.

Le mécanisme est simple : le portefeuille de dérivés est valorisé à une fréquence définie et la contrepartie en perte est tenue de mettre en garantie un collatéral (titres ou cash) qui sera conservé par l'autre contrepartie en cas de défaut.

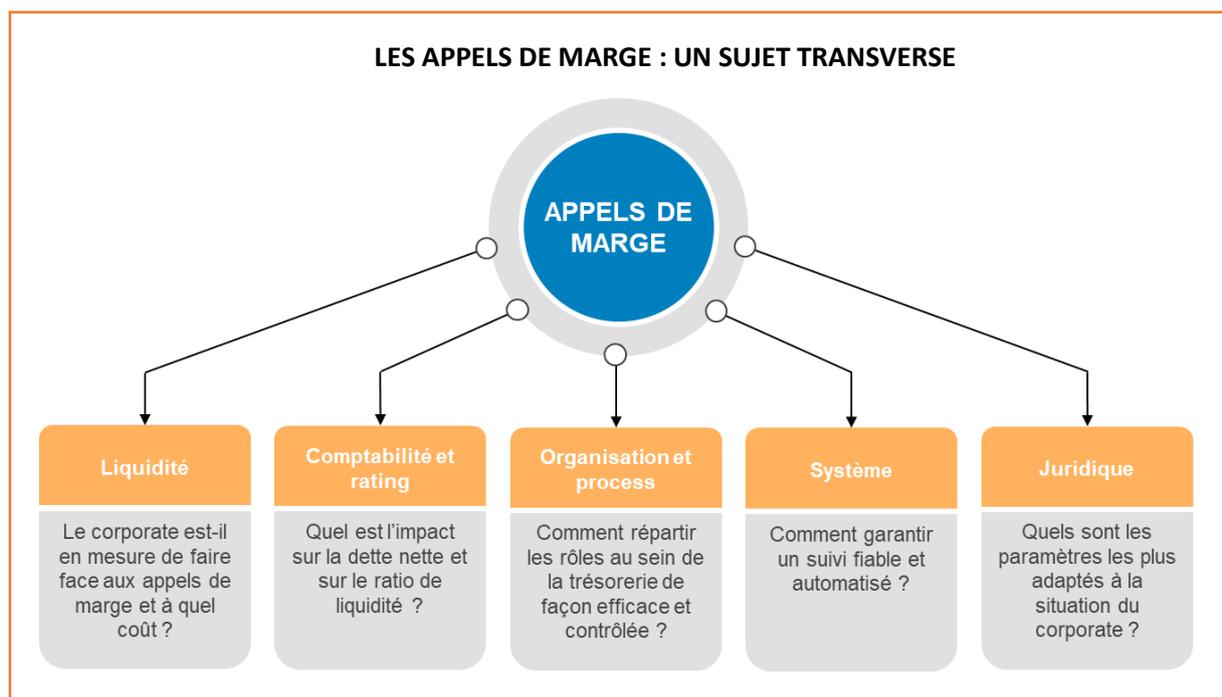
Les paramètres des appels de marge, et en particulier leur fréquence et leur seuil de

déclenchement, seront clés pour déterminer leur impact sur les charges.

Reprenons l'exemple du swap de variabilisation vanille à 10 ans. La mise en place d'appels de marge quotidien déclenchés dès le premier euro permettrait de ramener les charges sous 0,5 bp, soit une économie de 550 k€ au total sur les 10 années.

## L'IMPLEMENTATION DES APPELS DE MARGE NECESSITE UNE ANALYSE TRANSVERSE

Avantageux économiquement, les appels de marge font appel à l'ensemble de la chaîne de valeur de la trésorerie. Une implémentation efficace demandera donc une analyse préalable des chantiers à mener sur chacun de ces maillons.



## L'AVIS DU CORPORATE

---

**« LES APPELS DE MARGE : UN PROCESSUS FLUIDE QUI NOUS APORTE DES ECONOMIES ET DE LA TRANSPARENCE »**



*Yann-Ismail Sidki,  
responsable de la salle des  
marchés de Veolia*

### **Quand et pourquoi avez-vous implémenté un système d'appels de marge chez Veolia ?**

Post-2008, les exigences réglementaires ont engendré des coûts supplémentaires pour les banques qui sont depuis répercutés au client alors qu'ils étaient auparavant négligeables pour les bonnes signatures.

En 2016, nous avons constaté que les coûts qui nous étaient appliqués atteignaient plusieurs points de base sur les dérivés à long terme. Ce surcoût limitait l'opportunité d'optimiser et de gérer de façon dynamique notre dette sur des mouvements de taux d'intérêt restreints.

Autre point et non des moindres : la mise en place d'appel de marge était aussi un excellent moyen de gérer notre risque de contrepartie et nous a permis de diversifier la base de contreparties que nous pouvons solliciter sur les produits dérivés au sein de notre pool de financement.

### **Les appels de marge s'appliquent-ils à l'ensemble des dérivés ?**

Toutes nos opérations de dérivés ne sont pas concernées par les appels de marge. Le choix d'inclure ou non une transaction reste à notre discrétion au moment de la négociation mais dans les faits l'ensemble des dérivés long terme y sont inclus : systématiquement au-delà de 5 ans et au cas par cas entre 3 et 5 ans. Sur des maturités inférieures, il n'y a pas d'intérêt

économique pour Veolia car les charges et le coût lié au risque de contrepartie sont moindres à nominaux équivalents.

### **Pour quels paramètres avez-vous opté ?**

Nous avons souhaité maximiser l'efficacité économique et nous avons implémenté des appels de marges uniquement sous forme de cash avec un pas quotidien et un seuil de déclenchement à zéro.

### **Si le collatéral est uniquement sous forme de cash en Euro, comment avez-vous anticipé le risque de liquidité ?**

Même en cas de forte volatilité sur les marchés, les besoins éventuels liés à la collatéralisation sont faibles comparés au niveau de liquidité dont nous disposons. Par ailleurs, l'environnement de marché très favorable nous permettrait de lever des liquidités facilement et rapidement si le besoin se faisait sentir.

Pour ce qui est de la rémunération du cash déposé à Eonia, la perte d'opportunité sur les placements est réelle mais reste négligeable au regard des économies réalisées sur les dérivés.

### **Et en comptabilité ?**

Le collatéral ne vient pas dégrader notre endettement financier net qui est un indicateur surveillé de très près chez Veolia. En revanche, les appels de marges ont un impact sur le ratio de liquidité agence mais cela reste acceptable.

### **Au quotidien, comment avez-vous organisé les tâches pour gérer les appels de marge ?**

Le processus est très fluide, la salle des marchés suit l'évolution des valorisations via Bloomberg, le middle office confirme ces appels de marge et le cash management initie les paiements. Un travail d'explication et de formalisation a été nécessaire en amont mais au quotidien, l'impact sur la charge de travail est très limité. Les échelles d'intérêts sont générées en automatique via notre TMS en répliquant un compte courant.

#### 4 ans après l'implémentation, quel bilan tirez-vous de ce fonctionnement ?

Le bilan est globalement positif. La collatéralisation nous a permis d'obtenir des économies substantielles, elle a amélioré la transparence lors de l'exécution d'opérations de dérivés et elle nous offre une meilleure fluidité lors du débouclage d'opérations. En d'autres termes, les charges réglementaires (xVAs) ne sont plus un obstacle à une gestion active de notre coût de financement.

#### Quels conseils auriez-vous pour un trésorier qui se pose la question des appels de marge ?

Communiquer et échanger en amont avec les banques. Prendre le temps d'analyser les impacts, notamment sur la liquidité, mais ne pas bloquer sur l'implémentation qui est finalement assez simple avec une documentation assez légère et une charge de travail limitée en production.



#### SI LE SUJET VOUS INTERESSE :

Cahier technique CVA de l'AFTE (pour les adhérents) :

<https://www.afte.com/credit-value-adjustment>

Article de Risk Magazine sur l'évolution des charges réglementaires pour les corporates (pour les abonnés) :

<https://www.axisalternatives.com/corporate-clash-swap-spreads-halve-as-dealers-battle-for-market-share-de-nazneen-sherif-risk-net/>