COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 12.4.2021
COM(2021) 172 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

sur la question de savoir si les contrats qui résultent directement de services de réduction des risques post-négociation devraient être exemptés de l'obligation de compensation des contrats dérivés de gré à gré imposée par l'EMIR

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

sur la question de savoir si les contrats qui résultent directement de services de réduction des risques post-négociation devraient être exemptés de l'obligation de compensation des contrats dérivés de gré à gré imposée par l'EMIR

1. Introduction

En application de l'article 85, paragraphe 3, point c), du règlement (UE) nº 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux[1] (EMIR), tel que modifié par le règlement (UE) 2019/834 (EMIR REFIT)[2], la Commission est tenue de présenter au Parlement et au Conseil un rapport évaluant si les contrats qui résultent directement de services de réduction des risques post-négociation, y compris la compression de portefeuille, devraient être exemptés de l'obligation de compensation visée à l'article 4, paragraphe 1, de l'EMIR. Dans ce rapport, la Commission doit tenir compte du degré d'atténuation des risques que permettent ces services, et notamment du risque de crédit de la contrepartie et du risque opérationnel, du potentiel de contournement de l'obligation de compensation et de la possibilité de décourager de la compensation centrale.

Le présent rapport tient compte des éclairages apportés par un rapport de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), des réponses des parties prenantes à la consultation publique de l'AEMF et des discussions avec les parties prenantes. Le rapport de l'AEMF a été adopté le 10 novembre 2020[3]. Il a été préparé en coopération avec le Comité européen du risque systémique (CERS)[4], et il intègre les résultats de la consultation publique[5].

2. En quoi consistent les services de réduction des risques post-négociation?

Il n'existe aucune définition harmonisée ou largement acceptée des services de réduction des risques post-négociation. Ceux-ci présentent toutefois certaines caractéristiques communes, qui permettent de les décrire (de manière non exhaustive) comme des procédures ou des mécanismes par lesquels les contreparties réduisent un ou plusieurs types de risques dans un portefeuille, en maintenant leur exposition au marché à un

---

1 JO L 201 du 27.7.2012, p. 1.

2 JO L 141 du 28.5.2019, p. 42.

3 AEMF, Rapport à la Commission européenne, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* [Rapport sur les services de réduction des risques post-négociation au regard de l'obligation de compensation (article 85, paragraphe 3 *bis*, de l'EMIR)], 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 CERS, *ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* [Avis du CERS concernant le rapport de l'AEMF sur les services de réduction des risques post-négociation au regard de l'obligation de compensation (article 85, paragraphe 3 *bis*, de l'EMIR)], 12 juin 2020, ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

5 AEMF, document de consultation, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* [Rapport sur les services de réduction des risques post-négociation au regard de l'obligation de compensation (article 85, paragraphe 3 *bis*, de l'EMIR)], 26 mars 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

niveau neutre et en faisant intervenir un prestataire de services de réduction des risques post-négociation en tant que tiers.

La législation européenne ne définit qu'un seul type de service de réduction des risques post-négociation, à savoir la compression de portefeuille, comme suit: «*un service de réduction du risque dans lequel deux ou plusieurs contreparties résilient, en tout ou en partie, certains ou tous les instruments dérivés présentés par ces contreparties en vue de leur intégration dans la compression de portefeuille et remplacent les produits dérivés résiliés par d'autres produits dérivés, dont la valeur notionnelle combinée est inférieure à la valeur notionnelle combinée des dérivés résiliés*»[6].

L'AEMF s'est concentrée sur deux services de réduction des risques post-négociation: la compression de portefeuille et le rééquilibrage de portefeuille. Elle résume leurs principales caractéristiques (voir tableau ci-dessous) dans son rapport.

	Compression de portefeuille	**Rééquilibrage de portefeuille**
Objectif principal	En principe, réduire l'encours notionnel et le nombre de transactions et, partant, le risque opérationnel.	Réduire le risque de crédit de la contrepartie.
Mécanisme	Résilier, en tout ou en partie, des contrats et (à terme) remplacer les contrats dérivés résiliés par de nouveaux contrats, avec un notionnel souvent inférieur.	Injecter de nouveaux contrats pour réduire le risque du portefeuille. Aucun contrat n'est résilié ni remplacé, et le notionnel est augmenté plutôt que diminué.
Portefeuille sous-jacent	Portefeuille compensé ou non compensé.	Portefeuille non compensé ou mixte.
Neutralité vis-à-vis du marché	Les transactions sont exécutées avec application de niveaux de tolérance symétriques à tous les participants.	La neutralité vis-à-vis du marché est garantie par insertion de montants égaux d'expositions acheteuses et vendeuses.

D'après le rapport de l'AEMF à la Commission européenne sur les services de réduction des risques post-négociation au regard de l'obligation de compensation (article 85,

[6] Article 2, paragraphe 1, point 47), du règlement (UE) nº 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) nº 648/2012, JO L 173 du 12.6.2014, p. 84.

paragraphe 3 bis*) du règlement EMIR), du 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351 ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), p. 14.*

Plusieurs questions se posent. Premièrement, dans son rapport, l'AEMF définit la compression et le rééquilibrage de portefeuille de manière large et descriptive. Toute exemption potentielle devrait toutefois être soigneusement encadrée. On ne perçoit en outre pas très bien comment les définitions de l'AEMF s'articulent avec la définition de la compression de portefeuille donnée dans l'acquis. Deuxièmement, même si les services de réduction des risques post-négociation existent depuis plusieurs années, ils continuent de se développer. Par ailleurs, ils ne sont pas utilisés de manière isolée, mais peuvent être combinés – et le sont d'ailleurs souvent. Par exemple, il semblerait que la compression de portefeuilles de produits dérivés de gré à gré à la suite d'exercices de rééquilibrage de portefeuille et, partant, l'utilisation des deux services combinés, soit une pratique courante. Cela pourrait en modifier les effets, y compris ceux examinés dans le présent rapport. Plus les tolérances au risque appliquées dans une compression de portefeuille sont élevées, plus les caractéristiques d'un exercice typiquement neutre en matière de risques changent, et plus cet exercice pourrait avoir des effets semblables à ceux d'un rééquilibrage de portefeuille.

3. Rapport de l'AEMF

Dans son rapport, l'AEMF se concentre sur la compression et l'optimisation/le rééquilibrage de portefeuille. Elle conclut qu'il s'agit d'outils utiles pour gérer les risques, tant pour les portefeuilles compensés que pour les portefeuilles non compensés.

Selon l'AEMF, les chiffres actuellement disponibles sur la compression ne permettent pas d'apprécier dans quelle mesure l'obligation de compensation a entravé les services de réduction des risques post-négociation, car la prestation de ces services se fait conformément aux exigences réglementaires en vigueur. L'Autorité estime que, par voie de conséquence, des contrats plus complexes sont utilisés dans la compression et le rééquilibrage pour contourner l'obligation de compensation.

L'AEMF conclut en outre que l'exemption de certaines transactions résultant d'exercices de compression et de rééquilibrage de portefeuille contribuerait à accroître l'utilisation de ces services et à réduire les risques. Elle estime qu'une telle exemption faciliterait la compression des contrats dits «historiques», pourrait amener les contreparties qui s'intéressent actuellement peu à ces services à les utiliser davantage et pourrait réduire la complexité du marché grâce au recours à des contrats plus simples pour le rééquilibrage.

L'AEMF est d'avis qu'en l'absence d'éléments de preuve ou de raisonnements contraires convaincants, les effets positifs l'emportent, entre autres, sur la charge opérationnelle accrue pour les acteurs du marché et les régulateurs et sur l'augmentation du risque brut dans les ensembles de netting non compensés (en cas de rééquilibrage de portefeuille). L'AEMF note également que le simple fait d'autoriser une exemption de l'obligation de compensation pour les transactions issues de services de réduction des risques post-négociation lorsque celles-ci sont liées à des portefeuilles non compensés ne réduirait pas

le nombre de transactions compensées par les contreparties centrales, puisque ces transactions n'existeraient pas sans cette exemption. De fait, d'après l'AEMF, les risques au sein des portefeuilles seraient actuellement couverts par des instruments non soumis à l'obligation de compensation. Une exemption de l'obligation de compensation permettrait donc, selon l'AEMF, de couvrir les risques au moyen de contrats normalisés qui devraient normalement relever de l'obligation de compensation et qui présentent moins de risques que les instruments actuellement utilisés. Par conséquent, cela réduirait les risques liés à la compression ou au rééquilibrage des portefeuilles non compensés.

Afin d'éviter qu'une telle exemption de l'obligation de compensation ne soit utilisée de manière abusive, l'AEMF propose de soumettre la fourniture de services de réduction des risques post-négociation à une série d'exigences[7], et le bénéfice de l'exemption à certaines conditions, qui seraient distinctes pour la compression de portefeuille[8], d'une part, et le rééquilibrage de portefeuille[9], d'autre part. Ainsi, l'exemption proposée serait plus réduite pour la compression de portefeuille, puisqu'elle serait réservée aux contrats résultant directement de la compression de transactions non compensées (principalement des transactions «historiques», c'est-à-dire qui ne sont pas compensées aujourd'hui, mais qui devraient techniquement être soumises à l'obligation de compensation, et des transactions de rééquilibrage). Dans le cas du rééquilibrage de portefeuille, l'exemption s'appliquerait de manière plus large, l'AEMF proposant d'exempter les transactions résultant du rééquilibrage de portefeuilles non compensés ainsi que les transactions résultant du rééquilibrage de portefeuilles mixtes, composés de contrats faisant l'objet d'une compensation centrale et de contrats non compensés. Cette application plus large de l'exemption permettrait de gérer les risques sur l'ensemble des portefeuilles, ce qui aurait une incidence sur les produits dérivés de gré à gré qui font déjà l'objet d'une compensation centrale.

4. Évaluation de la Commission

Pour que la Commission puisse prendre une décision éclairée sur à une exemption de l'obligation de compensation pour tout contrat résultant directement de services de réduction des risques post-négociation, l'article 85, paragraphe 3, point c), de l'EMIR exige qu'elle tienne compte des trois aspects suivants:

a) le degré d'atténuation des risques par ces services, et notamment du risque de crédit de la contrepartie et du risque opérationnel;
b) le potentiel de contournement de l'obligation de compensation si une exemption devait être accordée;

---

7 AEMF, Rapport à la Commission européenne, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), chapitre 8.1, paragraphe 332.

8 AEMF, Rapport à la Commission européenne, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), chapitre 8.2, paragraphes 333 à 338.

9 AEMF, Rapport à la Commission européenne, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), chapitre 8.3, paragraphes 339 à 347.

c) la possibilité de décourager de la compensation centrale si une exemption devait être accordée.

En outre, étant donné que l'obligation de compensation a été mise en place à la suite d'un engagement international du G20 de contribuer à rendre les marchés plus sûrs et plus résilients, le présent rapport examine également les données quantitatives sur les avantages offerts par les services de réduction des risques post-négociation et sur la possibilité que l'introduction d'une telle exemption engendre de nouveaux risques.

a. Degré d'atténuation des risques par les services de réduction des risques post-négociation, et notamment du risque de crédit de la contrepartie et du risque opérationnel

Il est généralement admis que les services de réduction des risques post-négociation visent à réduire les risques de l'ensemble d'un portefeuille, et que toutes les transactions visant à réduire les risques doivent atténuer le risque bilatéral dans le portefeuille dans lequel elles sont enregistrées.

En premier lieu, en ce qui concerne la compression de portefeuille, l'AEMF indique que ces services tendent à réduire le nombre de contrats, le notionnel brut ou une autre mesure du risque, sans pour autant modifier sensiblement le risque de marché du portefeuille. À terme, cela pourrait permettre d'atténuer le risque systémique, en réduisant le nombre de contrats, de postes ou l'exposition notionnelle entre les contreparties. Cette approche est conforme aux travaux internationaux. Par exemple, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) décrit le résultat de la compression comme «*une diminution du risque opérationnel pour les différents acteurs du marché, qui peut, à son tour, atténuer le risque systémique et renforcer la stabilité globale des marchés financiers*»[10].

Le rôle de la compression de portefeuille est reconnu dans l'EMIR. Son article 11, paragraphe 1, point b), lu en combinaison avec l'article 14 du règlement délégué (UE) nº 149/2013 de la Commission[11], reconnaît que la compression de portefeuille atténue les risques, et rend ce processus obligatoire pour les produits dérivés de gré à gré non compensés de manière centrale. Le considérant 30 dudit règlement délégué dit également ce qui suit: «*La compression de portefeuilles peut aussi être un outil efficace d'atténuation des risques, en fonction des circonstances, notamment la taille du portefeuille de transactions avec une contrepartie donnée, ainsi que l'échéance, l'objet et le degré de normalisation des contrats dérivés de gré à gré. Les contreparties financières et les contreparties non financières qui ont un portefeuille de contrats dérivés de gré à gré qui n'est pas compensé par une*

[10] FR09/2015, 28 janvier 2015, p. 13, FR01/2015 *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives* [Normes d'atténuation des risques pour les produits dérivés de gré à gré qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale] (iosco.org).

[11] Règlement délégué (UE) nº 149/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) nº 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les accords de compensation indirecte, l'obligation de compensation, le registre public, l'accès à une plate-forme de négociation, les contreparties non financières et les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, JO L 52 du 23.2.2013, p. 11.

contrepartie centrale et qui dépasse le niveau déterminé par le présent règlement doivent disposer de procédures pour analyser la possibilité de recourir à la compression de portefeuilles afin de réduire le risque de crédit de la contrepartie.»

En second lieu, l'AEMF indique que le rééquilibrage de portefeuille vise à réduire les déséquilibres engendrés, au sein des portefeuilles, par l'impossibilité de procéder à un netting des expositions de crédit entre contrats compensés et contrats bilatéraux portant sur différentes catégories d'actifs non éligibles à la compensation. En soi, le rééquilibrage de portefeuille repose sur la conclusion de nouveaux contrats dérivés de gré à gré dans le but de réduire le risque de contrepartie par la diminution d'un certain risque (soit le risque de taux d'intérêt, soit le risque de change) identifié entre deux contreparties, sans pour autant modifier les contrats du portefeuille sous-jacent. Aux yeux des acteurs du marché, le rééquilibrage est un moyen de réduire le risque systémique en diminuant l'exposition globale au marché entre contreparties.

Néanmoins, à certains égards, la capacité de ces deux services à réduire les risques est limitée. Les exercices de rééquilibrage ne réduiraient pas nécessairement les risques opérationnels, car les nouveaux contrats dérivés de gré à gré conclus (et autorisés, par une exemption, à rester dans la sphère bilatérale) pourraient créer des risques opérationnels supplémentaires. En outre, quand bien même le fait d'utiliser des produits dérivés de gré à gré classiques plutôt que des produits dérivés plus complexes pour remplacer ou modifier des contrats dans le cadre d'un exercice de rééquilibrage de portefeuille réduirait les risques dans l'espace sans compensation, cette portion des produits dérivés de gré à gré ne serait pas gérée par des contreparties centrales, ce qui pourrait accroître le risque dans le système combiné. En effet, s'ils étaient exemptés de l'obligation de compensation, ces produits dérivés de gré à gré ne bénéficieraient pas du système de gestion des risques offert par la compensation centrale. Cela pourrait accroître le risque global dans l'espace combiné avec compensation centrale et sans compensation, et ce même si le risque dans l'espace sans compensation a été réduit dans une certaine mesure par l'exercice de rééquilibrage.

Les données fournies par l'AEMF montrent que le secteur a largement recours à la compression et au rééquilibrage de portefeuille. Le rapport ne quantifie toutefois pas la mesure dans laquelle ces services atténuent les risques (risque de crédit de la contrepartie et risque opérationnel). L'évaluation repose sur un examen théorique approfondi plutôt que sur des données empiriques qui pourraient permettre une analyse et une identification plus holistiques des glissements de risques potentiels. Il convient néanmoins de reconnaître qu'il n'est pas aisé de mener une telle évaluation, puisqu'il n'y a pas encore d'exemption. Toutefois, une évaluation quantitative d'exemptions analogues instaurées dans des pays tiers (évaluation à laquelle l'AEMF fait référence dans l'annexe de son rapport) pourrait permettre d'apporter plus de précisions. Si le rééquilibrage de portefeuille atténue les risques au sein des portefeuilles concernés, l'atténuation globale des risques semble difficile à évaluer d'un point de vue plus systémique. Certes, l'AEMF a fourni une analyse théorique

approfondie des problèmes qui pourraient survenir, ainsi que des données sur l'utilisation de ces services, mais il est (encore) difficile d'apprécier si les avantages offerts par l'exemption de l'obligation de compensation appliquée aux transactions résultant des services de réduction des risques post-négociation l'emportent sur les risques potentiels.

b. Potentiel de contournement de l'obligation de compensation

L'article 85, paragraphe 3, point c), de l'EMIR impose à la Commission européenne d'évaluer, dans son rapport, si le fait d'accorder une exemption de l'obligation de compensation pour les services de réduction des risques post-négociation présente un potentiel de contournement de ladite obligation.

D'une part, l'AEMF souligne que les services de réduction des risques post-négociation échappent actuellement à l'obligation de compensation en faisant en sorte que les contrats résultants n'appartiennent pas à une catégorie de produits dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation [par exemple, en choisissant des options d'échange (*swaptions*) plus complexes plutôt que des produits dérivés classiques]. Si, à l'avenir, les produits dérivés résultant des services de réduction des risques post-négociation venaient à être exemptés de l'obligation de compensation, les contreparties recourant à ces services pourraient utiliser ces instruments plus simples et plus normalisés. L'AEMF estime qu'il est peu probable qu'une telle exemption induise un contournement de l'obligation de compensation, étant donné que ces contrats dérivés ne seraient jamais conclus sans l'exemption. Seule l'exemption permettrait de les utiliser dans le cadre de ces services dans l'espace sans compensation centrale. L'AEMF considère que ces transactions sur produits dérivés sont purement «administratives». Elles ne seraient pas conclues pour une autre raison. Selon l'AEMF, une exemption n'inciterait pas les acteurs du marché à utiliser cette technique pour éviter la compensation centrale, car elle n'aurait pas d'incidence sur les produits dérivés de gré à gré relevant de l'obligation de compensation qui résultent d'activités de négociation ordinaires.

En revanche, certaines parties prenantes font observer qu'une exemption de l'obligation de compensation ouvrirait des possibilités non négligeables d'arbitrage réglementaire et de négociation «intelligente» visant à extraire des produits dérivés de gré à gré des portefeuilles compensés où ils se trouvent actuellement pour les faire entrer dans l'espace sans compensation. De telles pratiques pourraient inciter à contourner l'obligation de compensation, et ainsi augmenter le risque plutôt que de le réduire.

Afin d'éviter un tel contournement de l'obligation de compensation, l'AEMF recommande d'assortir toute exemption de conditions. Ainsi, l'exemption pourrait être limitée à certains produits dérivés de gré à gré (par exemple les transactions «historiques») ou à certains services de réduction des risques post-négociation. L'Autorité suggère également de soumettre les services de réduction des risques post-négociation à certaines exigences, par exemple: qu'ils ne présentent aucun

risque de marché, qu'ils réduisent le risque bilatéral dans le portefeuille dans lequel ils sont enregistrés et qu'ils soient fournis par un prestataire de services indépendant.

Bien que les exigences et les conditions auxquelles l'AEMF propose de subordonner l'exemption de l'obligation de compensation puissent en effet limiter les possibilités d'utiliser une telle exemption pour contourner l'obligation de compensation, une analyse plus approfondie s'impose à ce sujet. En particulier, l'idée d'inclure des portefeuilles de produits dérivés de gré à gré mixtes (compensés de manière centrale et non compensés) dans le champ des services de rééquilibrage de portefeuille qui bénéficieraient de l'exemption de l'obligation de compensation et de combiner, dans l'espace sans compensation, des services de réduction des risques post-négociation à des transactions visant à transférer le risque vers la compensation centrale (voir fin de la section 3) modifierait la relation entre l'espace avec compensation centrale et l'espace sans compensation, et aurait une incidence sur l'opportunité d'utiliser différents outils d'atténuation des risques dans l'un et l'autre.

Il conviendrait également d'analyser davantage les éventuels transferts de liquidité de l'espace avec compensation centrale vers l'espace sans compensation.

c. Possibilité de décourager de la compensation centrale

Le marché est partagé sur la question de l'effet de découragement de la compensation centrale que pourrait avoir une exemption de l'obligation de compensation pour les contrats résultant des services de réduction des risques post-négociation. L'AEMF conclut par conséquent que, même si rien n'indique que cette exemption pourrait avoir un tel effet, cette question mérite un suivi attentif afin de garantir que, si un tel risque venait à se matérialiser, des mesures de réglementation ou de surveillance pourraient prises pour y remédier.

Si l'exemption de l'obligation de compensation représentait à l'avenir une option moins onéreuse, en termes de capital et de marge, pour couvrir les contrats dans l'espace bilatéral, elle pourrait décourager de la compensation centrale. Dans de telles circonstances, la compensation uniquement bilatérale pourrait se révéler d'autant plus rentable en termes de capital et de marge que l'ensemble de netting est large.

Le mécanisme de la compensation centrale volontaire montre que ce potentiel de dissuasion ne disparaît pas totalement: il est assez évident que les contreparties qui pourraient compenser de manière centrale un produit dérivé de gré à gré, mais qui choisissent de ne pas le faire, font ce choix parce que la compensation bilatérale constitue pour elles une solution économiquement raisonnable. En outre, l'éventualité d'une réduction de la liquidité dissuaderait de participer à la compensation centrale.

L'analyse de l'effet dissuasif que pourraient avoir les services de réduction des risques post-négociation en matière de compensation n'est pas concluante. Au vu des avis divergents des parties prenantes ainsi que du rapport de l'AEMF, il serait utile

que cette dernière approfondisse son analyse, en particulier au sujet de l'incidence sur les incitations au recours à la compensation centrale, lesquelles se trouvent renforcées lorsqu'il y a davantage de liquidité dans l'espace avec compensation centrale.

5. Conclusion

Dans l'EMIR, les colégislateurs avaient décidé de faire de la compensation centrale un élément clé du respect des engagements pris au niveau du G20, en partant du principe qu'elle devait constituer le principal outil d'atténuation des risques pour les produits dérivés de gré à gré classiques soumis à l'obligation de compensation. D'autres techniques d'atténuation des risques, d'application moins large, devraient être utilisées pour d'autres produits dérivés de gré à gré ne relevant pas de l'obligation de compensation. Tant la compensation centrale que les services de réduction des risques post-négociation prospèrent dans leurs espaces respectifs. D'une manière générale, certains produits dérivés de gré à gré ne devraient être exemptés de l'obligation de compensation que lorsque les risques liés à l'octroi d'une telle exemption sont moins importants que les risques liés au maintien de la situation actuelle.

L'AEMF a entrepris, en coopération avec le CERS, une analyse exhaustive et approfondie des services de réduction des risques post-négociation. Néanmoins, plusieurs questions importantes restent en suspens. Certains aspects du rapport appellent notamment une évaluation et une analyse quantitatives plus poussées pour que la Commission puisse prendre une décision plus éclairée sur toute éventuelle proposition de modification législative.

Plus précisément, les questions suivantes doivent faire l'objet d'un examen plus approfondi:

- la définition des services de réduction des risques post-négociation, par exemple: comment définir plus concrètement les différents types de services;
- les éventuels liens entre les services de réduction des risques post-négociation, et l'effet de leur utilisation combinée sur les aspects évoqués dans le présent rapport;
- l'importance réelle du risque de contournement de l'obligation de compensation, en particulier les éventuelles pratiques de marché qui pourraient être utilisées aux fins d'un tel contournement;
- les conditions qui pourraient limiter le risque d'un tel usage abusif de l'exemption de l'obligation de compensation;
- les incitations à la compensation centrale, compte tenu d'une éventuelle exemption de l'obligation de compensation;
- l'évaluation des éventuels transferts de liquidité de l'espace avec compensation centrale vers l'espace sans compensation.

Des travaux plus poussés sur les questions susmentionnées, en particulier sur les définitions des services de réduction des risques post-négociation et pour la collecte de données quantitatives supplémentaires, permettraient une évaluation plus complète et

plus aboutie de ces sujets, qui pourrait nourrir le rapport général d'évaluation de l'EMIR qui doit être transmis au Parlement européen et au Conseil au plus tard le 18 juin 2024[12].

[12] Article 85, paragraphe 1, du règlement (UE) nº 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.