COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 23.11.2016
COM(2016) 857 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

établi en application de l'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.

1. INTRODUCTION

Le règlement (UE) nº 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (ci-après le «règlement EMIR») a été publié au *Journal officiel de l'Union européenne* le 27 juillet 2012 et est entré en vigueur le 16 août 2012.

Ce règlement donnait suite à l'engagement suivant, pris par les dirigeants du G20 en septembre 2009: «Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés ("trade repositories"). Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées[1]».

Un grand nombre d'autorités de régulation des marchés de produits dérivés à travers le monde ont désormais transposé cet engagement dans leur cadre législatif.

Avant la crise financière de 2007, les autorités de régulation manquaient d'informations quant à l'activité sur les marchés de produits dérivés; de ce fait, les risques pouvaient passer inaperçus jusqu'à ce qu'ils se matérialisent. En outre, le risque de crédit de la contrepartie existant lors de transactions sur dérivés de gré à gré n'était souvent pas atténué, ce qui pouvait entraîner des pertes en cas de défaillance de l'une des contreparties avant qu'elle n'ait rempli ses obligations. Étant donné l'importance des volumes de transactions sur ces marchés et les interconnexions entre leurs participants, ces pertes pouvaient constituer une menace plus vaste pour l'ensemble du système financier.

Le règlement EMIR vise donc à faire progresser la transparence et la normalisation sur les marchés de produits dérivés ainsi qu'à réduire le risque systémique par l'application de ses exigences essentielles. À savoir:

I. Compensation centrale des contrats dérivés de gré à gré standardisés

II. Exigences de marge pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale

III. Exigences d'atténuation du risque opérationnel pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale[2]

[1] http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html

[2] *Les exigences d'atténuation du risque opérationnel* font référence aux exigences visées à l'article 11, paragraphe 1, du règlement EMIR concernant la valorisation, le rapprochement et la confirmation des

IV. Déclaration de tous les contrats dérivés

V. Exigences applicables aux contreparties centrales

VI. Exigences applicables aux référentiels centraux

En vertu de l'article 85, paragraphe 1, du règlement EMIR, la Commission européenne est tenue de réexaminer ledit règlement et de préparer un rapport global à son sujet afin de le transmettre, assorti de toute proposition appropriée, au Parlement européen et au Conseil. Ce réexamen doit tenir compte de la nécessité de soutenir l'objectif prioritaire de promotion de l'emploi et de la croissance visé par la Commission.

2. CONTRIBUTION DES PARTIES INTÉRESSÉES

Le règlement EMIR s'applique à presque tous les utilisateurs de produits dérivés[3], y compris aux contreparties agréées en vertu du cadre réglementaire de l'Union pour les services financiers, aux contreparties non financières établies dans l'Union, ainsi qu'aux contreparties centrales et aux référentiels centraux. En sa qualité de règlement, il est directement applicable dans tous les États membres de l'Union.

Aux fins de son travail de réexamen, la Commission a procédé à une consultation publique visant à recueillir les commentaires des parties intéressées concernant la mise en œuvre du règlement EMIR[4]. Cette consultation s'est déroulée du 19 mai au 13 août 2015 et a recueilli 172 réponses de la part d'un large éventail de parties intéressées de l'ensemble de l'Union, ainsi que de pays tiers.

De plus, à l'occasion de l'appel à contributions[5] qui a eu lieu entre le 30 septembre 2015 et le 31 janvier 2016 dans le cadre de l'initiative sur l'union des marchés de capitaux, 278 participants à la consultation ont formulé des observations portant sur des dispositions du règlement EMIR. Il a été décidé d'attendre de recevoir les contributions à cette initiative afin d'obtenir une vision juste et équilibrée de la mise en œuvre du règlement EMIR et des difficultés rencontrées, et d'envisager son réexamen sur une base appropriée. Le compte rendu des réponses donne un récapitulatif détaillé des contributions apportées à la consultation concernant la mise en œuvre du règlement EMIR.

---

transactions sur produits dérivés de gré à gré non compensées, ainsi que la compression et le rapprochement de portefeuilles.

[3] Certains organismes publics de l'Union et de pays tiers peuvent être exemptés de l'application du règlement EMIR en vertu de son article 1, paragraphe 4.

[4] http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/emir-revision/index_fr.htm

[5] http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_fr.htm

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a également communiqué, en vertu du règlement EMIR, plusieurs rapports portant sur divers sujets, dont la Commission a tenu compte.

Enfin, dans le cadre du réexamen, des contributions spécifiques ont été reçues de la part de plusieurs organismes et autorités de l'Union, conformément au mandat de la Commission de réexaminer le règlement EMIR en vertu de l'article 85, paragraphe 1:

(a) Évaluation par les membres du SEBC (le système européen de banques centrales) de la nécessité de mesures visant à faciliter l'accès des contreparties centrales aux facilités de trésorerie de banque centrale[6]: Alors même qu'il considère que les autorités compétentes doivent continuer à examiner les cadres de gestion du risque de liquidité des contreparties centrales, le SEBC estime dans son évaluation qu'il n'y a pas lieu d'introduire dans le règlement EMIR des dispositions concernant l'accès aux facilités de trésorerie de banque centrale. Le SEBC considère que cela pourrait nuire à l'indépendance des banques centrales, garantie par l'article 130 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et créer un aléa moral de grande envergure. La Commission partage le point de vue du SEBC.

(b) Évaluation par l'AEMF de l'importance systémique des transactions d'entreprises non financières sur les produits dérivés de gré à gré et, en particulier, de l'impact du règlement sur l'utilisation de produits dérivés de gré à gré par les entreprises non financières[7]: La conclusion de l'AEMF est que l'approche actuelle en matière de couverture ne rend pas compte des acteurs les plus importants sur le marché. L'AEMF suggère de supprimer l'exemption des opérations de couverture et d'envisager la possibilité d'instaurer un simple seuil pour rendre compte des plus gros acteurs sur le marché en termes de volumes. S'appuyant sur la contribution apportée par l'AEMF, la Commission convient que pour certaines contreparties non financières, l'application de l'approche actuelle prévue par le règlement EMIR pourrait être trop lourde, compte tenu du fait que sa capacité à réduire le risque systémique pourrait ne pas être fiable. La nature de l'activité de couverture est néanmoins un facteur pertinent lorsque l'on considère l'importance systémique des contreparties non financières: en effet, les entités qui s'engagent dans des opérations de couverture ne sont généralement pas lourdement endettées et détiennent des positions de sens inverse à leurs contrats dérivés de gré à gré.

[6] Rapport du Système européen de banques centrales sur la nécessité de mesures visant à faciliter l'accès des contreparties centrales aux facilités de trésorerie de banque centrale

[7] *EMIR Review Report no.1 - Review on the use of OTC derivatives by non-financial counterparties* (Rapport n° 1 concernant le réexamen du règlement EMIR - Réexamen de l'utilisation des produits dérivés de gré à gré par des contreparties non financières)

(c) Réexamen par l'AEMF du fonctionnement du cadre de surveillance des contreparties centrales, y compris l'efficacité des collèges de surveillance, les modalités de vote respectives visées à l'article 19, paragraphe 3, et les règles de fonctionnement de l'AEMF, en particulier pendant le processus d'agrément des contreparties centrales[8]: L'AEMF relève certains cas dans lesquels il faudrait élaborer des approches communes, notamment en ce qui concerne l'application des processus prévus à l'article 15 et à l'article 49 du règlement EMIR. Les résultats de la consultation attestent du grand intérêt que susciterait une clarification de l'application de ces articles. Des critères rendus publics pour l'application de ces articles ainsi que la convergence des pratiques de surveillance seront plus amplement étudiés par les autorités européennes.

(d) Rapports de l'AEMF et du CERS sur l'efficacité des exigences de marge dans la limitation de la procyclicité et la nécessité de prévoir une capacité d'intervention supplémentaire dans ce domaine[9]: Ces autorités ont toutes deux formulé des suggestions visant à améliorer le traitement de la procyclicité. La Commission approuve la suggestion d'accroître la transparence des exigences de marge, jugeant qu'il s'agit là d'informations dont les membres compensateurs ont besoin pour gérer efficacement leurs expositions et prévoir des changements de marge soudains. D'autres changements seraient toutefois prématurés compte tenu de l'application récente des exigences existantes en matière de marge et de limitation de la procyclicité, ainsi que de l'absence depuis lors de défaillance dans la mise en œuvre des normes en matière de marges.

(e) Rapport de l'AEMF sur l'évolution des politiques des contreparties centrales en matière d'exigences de marge et d'exercice des garanties (collateral) et leur adaptation aux activités et profils de risques particuliers de leurs utilisateurs[10]: La conclusion de l'AEMF est qu'à ce stade, il est inutile de réexaminer les dispositions du règlement EMIR sur les exigences de marge et d'exercice des garanties, étant donné que le règlement délégué nº 153/2013 fournit une base suffisante à cet égard.

[8] *ESMA review of CCP colleges under EMIR* (Réexamen par l'AEMF des collèges pour contreparties centrales en vertu du règlement EMIR)

[9] *ESRB Report on the efficiency of margining requirements to limit pro-cyclicality and the need to define additional intervention capacity in this area*(Rapport du CERS sur l'efficacité des exigences de marge pour limiter la procyclicité et la nécessité de prévoir une capacité d'intervention supplémentaire dans ce domaine); *ESMA's EMIR Review Report no.2 - Review on the efficiency of margining requirements to limit procyclicality* (Rapport nº 2 de l'AEMF concernant le réexamen du règlement EMIR - Réexamen de l'efficacité des exigences de marge dans la limitation de la procyclicité)

[10] *EMIR Review Report no.3 - Segregation and portability requirements* (Rapport nº 3 concernant le réexamen du règlement EMIR - Exigences de ségrégation et de portabilité)

Les contributions apportées par les différentes autorités montrent que la mise en œuvre du règlement EMIR remplit ses objectifs initiaux en faisant progresser la transparence et la normalisation sur les marchés de produits dérivés et en réduisant le risque systémique. Ces contributions ont été dûment prises en considération lors de la rédaction de ce rapport. Toutefois, la Commission observe que dans certains domaines, il serait prématuré d'apporter des modifications importantes au règlement EMIR compte tenu de l'application récente des exigences existantes et de l'absence de défaillance dans la mise en œuvre des normes concernées jusqu'à ce jour.

3. OBJET DU RAPPORT

La Commission européenne est tenue, en vertu de l'article 85, paragraphe 1, de préparer un rapport.

Il est important de relever que parmi les exigences fondamentales prévues par le règlement EMIR, certaines ne sont pas encore mises en œuvre ou entièrement satisfaites. En particulier, à ce stade, les obligations de compensation et les exigences de marge concernant les transactions sur produits dérivés de gré à gré non compensées ne sont pas encore pleinement applicables. Pour cette raison, à ce stade, il n'est pas possible de dresser un bilan exhaustif de l'impact du règlement EMIR.

Les parties intéressées ont néanmoins identifié un certain nombre de problèmes rencontrés dans la mise en œuvre des exigences qui s'appliquent d'ores et déjà (à savoir, les déclarations aux référentiels centraux et les exigences d'atténuation du risque opérationnel) et dans leur préparation à l'application des exigences de compensation et de marge.

En particulier, beaucoup de parties prenantes font valoir que certains acteurs des marchés de produits dérivés sont confrontés à de grandes difficultés pour porter les exigences à exécution, notamment celles qui concernent la déclaration et la compensation de certaines transactions, difficultés d'une ampleur qui peut être considérée comme disproportionnée au regard des objectifs du règlement EMIR et qui, dans certains cas, pourraient avoir un impact excessif sur les entreprises, car ces dernières auraient, pour satisfaire à ces exigences, à supporter un coût élevé par rapport aux avantages en termes de transparence des marchés et de stabilité financière. Beaucoup des participants à la consultation publique ont illustré leurs réponses par des comparaisons avec les approches en matière de réforme de la réglementation qui ont été adoptées dans d'autres territoires.

Le présent rapport dresse un récapitulatif des domaines dans lesquels les réponses à la consultation ainsi que les contributions spécifiques de différentes autorités soulignent la nécessité de prendre des mesures pour que les objectifs du règlement EMIR soient réalisés d'une manière plus proportionnée, plus efficace et plus effective.

4. PRINCIPAUX PROBLÈMES RELEVÉS

Il existe un soutien généralisé aux objectifs visés par les exigences essentielles du règlement EMIR de faire progresser la transparence et la normalisation sur les marchés de produits dérivés et de réduire le risque systémique. Le respect de ces exigences essentielles (exigences de compensation, de marge, de déclaration, exigences d'atténuation du risque opérationnel et exigences concernant les référentiels centraux et les contreparties centrales) demeure indispensable à la satisfaction des objectifs visés par le règlement EMIR et des engagements internationaux de réforme de la réglementation.

Par conséquent, il est jugé qu'aucune modification fondamentale ne devrait être apportée aux exigences essentielles du règlement EMIR, qui sont indispensables pour assurer la transparence et l'atténuation des risques systémiques sur les marchés de produits dérivés.

Néanmoins, plusieurs domaines ont été relevés où il serait possible d'ajuster les exigences du règlement EMIR sans pour autant compromettre ses objectifs globaux afin de:

(i) simplifier les exigences et améliorer leur efficacité; et

(ii) réduire les coûts et contraintes disproportionnés.

4.1. Simplifier les exigences et améliorer leur efficacité

Les participants à la consultation, qui comptaient parmi eux des contreparties centrales, des membres compensateurs, des contreparties non financières, de petits établissements financiers et fonds de pension, ont mis en évidence un certain nombre d'exigences qui pourraient être affinées pour assurer le bon fonctionnement des marchés de produits dérivés ou pour permettre aux acteurs du marché de les appliquer plus facilement, sans compromettre les objectifs du règlement EMIR ni introduire de contraintes réglementaires supplémentaires.

4.1.1. Introduction d'un mécanisme visant à suspendre l'obligation de compensation

L'AEMF et le CERS ont tous deux souligné que le règlement EMIR ne prévoyait pas de mécanisme permettant la suspension rapide de l'obligation de compensation, alors qu'il pourrait être nécessaire de réagir rapidement à des bouleversements des conditions du marché (par ex. en cas de changement brutal des volumes compensés ou des liquidités) en supprimant ou suspendant rapidement une obligation de compensation dès lors que la situation du marché l'exige. Plusieurs autres participants à la consultation se sont également déclarés en faveur de l'introduction d'un tel mécanisme.

Les obligations de compensation peuvent être modifiées ou supprimées par le biais de normes techniques de réglementation, mais ce processus peut prendre plusieurs mois. En outre, on peut imaginer des circonstances où un processus accéléré de suspension

d'une obligation de compensation pourrait s'avérer nécessaire en vue d'éviter toute perturbation du marché. La Commission proposera donc d'instaurer**, dans le cadre de la proposition sur le redressement et la résolution des contreparties centrales, un mécanisme permettant de suspendre, à des fins de résolution, une obligation de compensation, et examinera la possibilité d'élargir à d'autres fins appropriées le champ d'application de la suspension d'une obligation de compensation.**

4.1.2. Faciliter la prévisibilité des exigences de marge

Un grand nombre de participants à la consultation, notamment des banques et des associations du secteur, ont observé qu'à l'heure actuelle, il peut être difficile de prévoir les niveaux de marge qu'ils seront tenus de déposer auprès des contreparties centrales pour les transactions faisant l'objet d'une compensation centrale. Ces participants ont suggéré qu'un moyen de remédier à cette situation serait de demander aux contreparties centrales de mieux partager leurs informations avec les membres compensateurs. Dans leurs rapports sur la procyclicité et les exigences de marge, l'AEMF tout comme le CERS ont appelé aussi à une plus grande transparence sur les normes en matière de marge et les exigences relatives à la procyclicité. **Un meilleur partage des informations permettrait aux acteurs du marché de mieux respecter les exigences de marge et de mieux gérer leurs propres actifs.**

De même, en ce qui concerne les transactions *non compensées*, certains participants à la consultation, notamment des établissements financiers, ont relevé l'incertitude que pourrait causer l'absence d'un mandat clair concernant l'approbation des modèles de marge initiale par les autorités, les acteurs du marché ne sachant pas si celles-ci jugeraient leurs calculs entièrement conformes à la réglementation. **L'établissement d'un mandat pour l'approbation des modèles de marge initiale par les autorités serait propice à une plus grande sécurité pour les acteurs du marché comme pour les autorités.**

4.1.3. Rationaliser les déclarations de transactions

L'obligation de déclaration aux référentiels centraux est un sujet qui a suscité un nombre important de réponses de la part des acteurs du marché et des autorités. Des participants à la consultation, surtout des associations du secteur et des entreprises mais aussi des pouvoirs publics, des cabinets de conseil, des ONG et un syndicat, ont affirmé qu'à l'heure actuelle, il est fréquent que les déclarations des deux contreparties à une même transaction ne soient pas correctement appariées au sein des référentiels centraux. L'absence de clarté quant au contenu et aux modalités des déclarations en serait selon eux en partie la cause, ainsi que les divergences d'exigences entre les différents référentiels centraux. En outre, des participants à la consultation ont suggéré qu'il serait possible de simplifier sensiblement les exigences sans perte de données essentielles, en particulier en ce qui concerne les produits dérivés négociés en bourse. En raison de ces difficultés à transmettre des données précises et à les corréler, les participants s'interrogeaient également sur la fiabilité et l'exploitabilité des données. Enfin, des participants à la consultation ont remis en question l'utilité de l'exigence de

déclarer les transactions antérieures à l'entrée en application de l'obligation de déclaration (ce qu'on appelle le « backloading »). Il est en effet très difficile de déclarer ce type de données: elles portent sur des contrats dérivés qui ont été conclus avant que les contreparties ne sachent quelles informations elles auraient à conserver et déclarer. Cette obligation est jugée perdre progressivement de son utilité car elle concerne des données historiques qui ne revêtent pas d'importance critique pour les autorités de régulation.

Beaucoup de participants à la consultation ont relevé que des améliorations pourraient être apportées au niveau des référentiels centraux pour rendre l'agrégation des données plus efficace, notamment si les référentiels centraux de l'Union venaient à adopter des méthodes communes. Par ailleurs, l'AEMF a émis la suggestion qu'il pourrait être nécessaire d'augmenter les amendes imposées aux référentiels centraux afin d'en assurer une surveillance efficace.

Pour atteindre pleinement les objectifs du règlement EMIR, il est essentiel d'une part de faire progresser la transparence par une rationalisation des exigences de déclaration dans certains domaines, et d'autre part d'améliorer le fonctionnement des référentiels centraux. À cette fin, il est donc jugé nécessaire de soumettre les règles en vigueur à un examen plus approfondi afin de prendre des mesures spécifiques. La charge que représente, pour les acteurs du marché, la mise en conformité pourrait ainsi être allégée.

Par ailleurs, certaines autorités de pays tiers sont confrontées à des difficultés juridiques pour satisfaire aux dispositions requises actuellement par le règlement EMIR (à savoir la conclusion d'un accord international) pour l'accès réciproque aux données détenues par les référentiels centraux. **Il convient donc d'envisager d'autres méthodes pour autoriser des autorités de pays tiers qui fournissent des garanties appropriées à accéder aux données des référentiels centraux.**

4.2 Réduire les coûts et contraintes disproportionnés.

4.2.1. Étendue du champ d'application des exigences en ce qui concerne les transactions

Les réponses ont relevé un certain nombre de domaines où l'étendue du champ d'application des exigences en ce qui concerne les transactions pourrait être jugée inutile à la réalisation des objectifs du règlement EMIR.

En particulier, les participants à la consultation ont remis en question le caractère proportionné de l'exigence de compenser les contrats conclus avant l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation (ce qu'on appelle le « frontloading »), compte tenu du nombre limité des contrats concernés, ne s'agissant que d'une mesure temporaire, qu'il faut mettre en balance avec les difficultés et incertitudes inhérentes à l'application rétroactive des obligations de compensation. Des entreprises et des associations du secteur se sont interrogées sur le caractère proportionné de l'application des exigences d'atténuation du risque opérationnel aux transactions

intragroupe, étant donné que ces transactions sont effectuées au sein d'un même groupe de sociétés, où la coordination entre les contreparties est inhérente à la nature des transactions.

Il y a lieu de réexaminer dans quelle mesure il convient de maintenir les transactions conclues avant l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation et les transactions intragroupe dans le champ d'application des exigences en question.

4.2.2. Étendue du champ d'application des exigences en ce qui concerne les entités

a) Contreparties non financières

En ce qui concerne les contreparties entrant dans le champ d'application des exigences du règlement EMIR, les participants à la consultation ont fait remarquer que les contreparties non financières sont confrontées à de grandes difficultés pour satisfaire aux exigences, notamment en ce qui concerne les exigences de déclaration, en raison de leurs ressources et de leur expérience limitées. Compte tenu de l'ampleur de ces difficultés, beaucoup de contreparties non financières se demandent si le risque systémique qu'elles posent justifie qu'elles continuent d'appliquer les exigences du règlement EMIR. Les participants ont également noté que le règlement EMIR semble imposer aux contreparties non financières des règles plus rigoureuses que bon nombre de régimes réglementaires similaires dans des pays tiers.

Il convient donc d'examiner s'il est nécessaire de procéder à des ajustements du champ d'application des exigences essentielles en vertu du règlement EMIR afin de remédier aux difficultés auxquelles les contreparties non financières sont confrontées.

Ces ajustements pourraient comprendre la suppression de l'obligation juridique pour les contreparties non financières de respecter les exigences d'atténuation du risque opérationnel et une simplification de la déclaration de leurs transactions. Ces transactions ne devraient toutefois pas être entièrement exemptées de ces exigences, afin de préserver les objectifs essentiels du règlement EMIR en termes de stabilité financière. Les options devraient être étudiées pour déterminer s'il convient ou non: a) que ce soient les contreparties financières qui déclarent les données sur les produits dérivés pour le compte des contreparties non financières; b) que ce soient les contreparties financières, et non les contreparties non financières, qui s'assurent que les exigences d'atténuation du risque opérationnel sont appliquées pour les transactions avec des contreparties non financières; et c) que les contreparties non financières soient exemptées de l'obligation de déclarer leurs transactions intragroupe.

Par ailleurs, dans son rapport sur ce sujet, l'AEMF a donné de nouveaux éclairages sur les activités des contreparties non financières suite à l'introduction des exigences de déclaration en vertu du règlement EMIR. Il ressort des constatations de l'AEMF que les contreparties non financières risquent d'avoir du mal à surveiller et à appliquer dans la pratique l'exemption pour les opérations de couverture. Cette difficulté risque

d'entraîner des incohérences de traitement réglementaire des contreparties non financières dans l'ensemble de l'Union. Il ressort également des données disponibles que les contreparties non financières ont peu d'interconnexions avec le système financier: en effet, elles négocient avec très peu de contreparties sur l'ensemble des marchés: en moyenne une à deux par entité alors que les contreparties financières, elles, traitent avec en moyenne 31 contreparties par entité.

D'après la contribution apportée par l'AEMF, il est possible de conclure que certaines contreparties non financières trouvent que l'application de l'approche actuellement prévue par le règlement EMIR est trop lourde, sans pour autant qu'elle ne réduise beaucoup le risque systémique. La nature de l'activité de couverture est néanmoins considérée comme un facteur pertinent pour déterminer l'importance systémique des contreparties non financières: en effet, les entités qui s'engagent dans des opérations de couverture ne sont généralement pas lourdement endettées et détiennent des positions de sens inverse à leurs contrats dérivés de gré à gré.

Par conséquent, si l'on tient compte de l'interconnexion limitée des contreparties non financières au sein du système financier d'après les données existantes, il convient de réfléchir à la possibilité qu'aucune des contreparties non financières, ou seulement une partie d'entre elles en fonction du volume et du type de leur activité sur les marchés de dérivés, ne soit tenue par les exigences de compensation et de marge.

Cette réflexion doit tenir compte du reclassement potentiel d'une partie des contreparties non financières lors de la mise en œuvre de la directive MIFID II.

b) Contreparties financières de petite taille

En sus des difficultés rencontrées par les contreparties non financières, de petits établissements financiers, des associations du secteur ainsi que plusieurs pouvoirs publics ont relevé que, en raison de leurs activités limitées portant sur des produits dérivés, ils ont à surmonter des obstacles importants pour établir l'accès à la compensation nécessaire afin de satisfaire aux obligations de compensation à venir. Les participants à la consultation jugeaient que ces obstacles étaient principalement dus aux exigences de ratio de levier que les membres compensateurs anticipent en vertu du règlement sur les exigences de fonds propres[11], considérées comme susceptibles de rendre les coûts des services de compensation pour le compte de clients trop élevés pour qu'ils puissent les proposer. Un autre obstacle relevé par les participants porte sur le manque de souplesse et de certitude en ce qui concerne les options de ségrégation et de portabilité. Les participants ont souligné les possibles difficultés à appliquer ces exigences, notamment en raison des lois relatives à l'insolvabilité en vigueur dans certains États membres. Pour finir, plusieurs

[11] Règlement (UE) nº 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) nº 648/2012, JO L 176 du 27.6.2013

participants à la consultation ont suggéré que, même s'il était possible de remédier aux obstacles mentionnés, certaines contreparties financières de petite taille soumises aux exigences de compensation ont une activité si limitée dans les produits dérivés de gré à gré qu'il n'est pas commercialement viable pour elles d'établir des solutions de compensation. **Il convient d'envisager des mesures pour remédier aux obstacles à la compensation pour le compte de clients.**

c) Dispositifs de régime de retraite

Les dispositifs de régime de retraite sont actuellement exemptés de l'obligation de compensation prévue par le règlement EMIR en vertu d'un règlement délégué de la Commission[12]. Cette exemption prendra fin le 16 août 2017 au plus tard et pourra être prolongée d'une année supplémentaire par un nouvel acte délégué par la Commission européenne. Comme le décrit le rapport de la Commission évaluant les progrès et les efforts réalisés par les contreparties centrales dans l'élaboration de solutions techniques pour le transfert, par les dispositifs de régime de retraite, de garanties autres qu'en espèces en tant que marges de variation ainsi que la nécessité de mesures visant à faciliter une telle solution[13], il est toutefois peu probable que les dispositifs de régime de retraite disposent dans un avenir proche de solutions de compensation permettant de fournir des actifs autres qu'en espèces comme marge de variation. Une fois que l'exemption temporaire de l'obligation de compensation prévue par le règlement EMIR arrivera à échéance, les dispositifs de régime de retraite auront à faire un choix: (i) soit se tourner vers les marchés de mise en pension pour la transformation des garanties, (ii) soit accroître les espèces qu'ils détiennent par rapport à leurs actifs autres qu'en espèces. Le premier scénario risque de ne pas constituer une solution satisfaisante en période de volatilité des marchés, et l'exercice de fortes pressions sur les marchés de mise en pension pourrait poser plus globalement des risques de liquidité et de stabilité à ces marchés. Le deuxième cas de figure aurait un impact négatif sur les revenus de retraite des bénéficiaires de dispositifs de régime de retraite, qui, d'après l'étude de référence[14] commandée par la Commission européenne, enregistreraient jusqu'à 3,66 % de recul dans l'ensemble de l'Union sur une période de 20 à 40 ans[15].

[12] Règlement délégué (UE) 2015/1515 de la Commission du 5 juin 2015 modifiant le règlement (UE) nº 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par la prolongation des périodes transitoires applicables aux dispositifs de régime de retraite, JO L 239 du 15.9.2015.

[13] Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil en vertu de l'article 85, paragraphe 2, du règlement nº 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, évaluant les progrès et les efforts réalisés par les contreparties centrales dans l'élaboration de solutions techniques pour le transfert, par les dispositifs de régime de retraite, de garanties (collateral) autres qu'en espèces en tant que marges de variation ainsi que la nécessité de mesures visant à faciliter une telle solution (COM(2015)39 final du 3.2.2015).

[14] Rapport sur les solutions de dépôt de garanties autres qu'en espèces auprès des contreparties centrales (CCP) par les dispositifs de régime de retraite (PSA) - 25 juillet 2014

[15] ibid.

Il convient d'examiner si l'actuelle exemption peut être prolongée ou rendue permanente sans compromettre l'objectif du règlement EMIR de réduire le risque systémique, étant donné que les dispositifs de régime de retraite continueraient d'être soumis, pour les transactions de gré à gré qui ne sont pas compensées par une contrepartie centrale, à des exigences de marge bilatérale qui atténuent les risques systémiques.

5. CONCLUSIONS

Il ne semble pas qu'il soit nécessaire de modifier fondamentalement la nature des exigences essentielles du règlement EMIR, qui sont indispensables pour assurer la transparence et l'atténuation des risques systémiques sur les marchés de produits dérivés.

Néanmoins, après analyse des contributions reçues dans le cadre du réexamen du règlement EMIR et de l'appel à contributions, il convient d'envisager de prendre des mesures pour remédier aux problèmes relevés dans le présent rapport.

En particulier, une évaluation supplémentaire s'impose afin de déterminer de quelle façon atténuer les difficultés relevées pour assurer une application rationalisée du règlement EMIR qui permettrait de supprimer les charges réglementaires excessives imposées aux acteurs du marché et de simplifier l'application des exigences, tout en veillant néanmoins à ce que les objectifs du règlement EMIR soient remplis. Il convient, dans ce cadre, de prendre en considération les principes internationaux dans le domaine des produits dérivés afin d'assurer le fonctionnement efficace des marchés mondiaux. Par ailleurs, en éliminant des coûts inutiles que les entreprises doivent actuellement supporter, ce qui permettrait de libérer des fonds pour les investissements, cette initiative soutiendrait le programme pour une meilleure réglementation de la Commission.

La Commission proposera, dans le cadre du programme REFIT, un réexamen législatif du règlement EMIR en 2017, qui s'accompagnera d'une analyse d'impact dans laquelle les divers enjeux seront approfondis. Dans le cadre de ce réexamen, la Commission analysera également les normes techniques concernées en rapport avec le règlement EMIR.

Pour finir, la Commission propose également une législation sur le redressement et la résolution des contreparties centrales, qui traite d'éléments non couverts par le règlement EMIR, tels que la planification du redressement, la planification de la résolution et la suppression des obstacles à la résolvabilité des contreparties centrales, afin que leurs difficultés financières puissent être traitées efficacement par les autorités sans créer d'instabilité financière indue ni mettre en danger les fonds publics.