COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 3.2.2015
COM(2015) 39 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

en vertu de l'article 85, paragraphe 2, du règlement n° 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.

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.

En vertu du règlement EMIR, les produits dérivés de gré à gré qui sont standardisés (c'est-à-dire qui répondent à des critères prédéfinis, et notamment un niveau de liquidité élevé), sont soumis à une obligation de compensation et doivent être compensés par une contrepartie centrale.

Les contreparties centrales sont des entités qui s'interposent entre les deux parties à une transaction, en devenant ainsi l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur. En tant que contrepartie pour toute position, la contrepartie centrale supporte un risque de crédit de la contrepartie, lié au risque de défaillance de l'une de ses contreparties.

Les contreparties centrales sont conçues pour résister à la défaillance d'un membre compensateur ou d'un client, principalement grâce à l'application d'exigences en matière de garanties (*collateral*) – ou exigences de marge – calculées de manière prudente et fréquemment de manière à couvrir toute perte potentielle en cas de défaillance. Les contreparties centrales n'acceptent que des actifs très liquides, généralement des espèces, comme garantie pour répondre aux appels de marge de variation (ci-après «marge»), afin de permettre une liquidation rapide en cas de défaillance.

Dans de nombreux États membres, les dispositifs de régime de retraite (ci-après les «DRR»)[i] sont des participants actifs aux marchés de produits dérivés de gré à gré. Toutefois, les DRR maintiennent souvent leurs positions en espèces au minimum, préférant plutôt détenir des investissements à plus haut rendement, comme des valeurs mobilières, afin d'assurer des retours élevés à leurs bénéficiaires, les retraités. L'impossibilité pour les contreparties centrales d'accepter des actifs autres que des espèces en garantie signifie que les DRR devraient générer des espèces à court terme, soit par l'emprunt, soit en vendant d'autres actifs, afin de répondre aux appels de marge de la contrepartie centrale. Il en va actuellement différemment dans le cadre de relations bilatérales, où les DRR peuvent donner des actifs autres que des espèces en garantie à leurs contreparties bilatérales, dans la mesure où une marge est exigée. Le maintien de telles réserves de liquidités entraîne des coûts d'opportunité élevés pour les DRR, en raison du faible intérêt que rapportent les garanties en espèces. Si les DRR étaient tenus de donner des espèces en garantie pour répondre aux appels de marge, les coûts de la compensation centrale réduiraient au final les revenus de retraite des personnes concernées.

La Commission, le Conseil et le Parlement sont donc convenus d'une dérogation temporaire de trois ans, inscrite à l'article 89, paragraphe 1, du règlement EMIR, à l'obligation de compensation pour les DRR qui répondent à certains critères[ii]. La dérogation peut être prolongée de trois ans au total. Cette période transitoire a été expressément prévue dans le règlement EMIR, afin de donner aux contreparties centrales plus de temps pour mettre au point des solutions techniques permettant le transfert de garanties autres qu'en espèces pour répondre aux appels de marge.

2. OBJET DU RAPPORT

Conformément à l'article 85, paragraphe 2, du règlement EMIR, l'objectif du présent rapport est d'évaluer 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.

L'article 85, paragraphe 2, du règlement EMIR dispose également que, si la Commission estime que les efforts nécessaires pour élaborer des solutions techniques appropriées n'ont pas été déployés par les contreparties centrales et que les effets négatifs de la compensation pour les contrats dérivés sur les prestations de retraite des futurs retraités restent inchangés, elle est habilitée à adopter des actes délégués conformément à l'article 82 afin de prolonger la période de trois ans visée à l'article 89, paragraphe 1, une fois de deux ans et une fois d'un an supplémentaire.

Afin d'évaluer la situation actuelle dans tous ses éléments, la Commission a commandé une étude de référence évaluant si les contreparties centrales ont consenti les efforts nécessaires pour élaborer des solutions techniques appropriées permettant le transfert, par les DRR, de garanties autres qu'en espèces en tant que marges de variation. Cette étude a également analysé d'autres solutions possibles. Enfin, elle a mesuré l'incidence d'une cessation de la dérogation en l'absence de solution, en calculant la réduction des revenus de retraite que subiraient les retraités bénéficiaires des DRR concernés[iii].

Conformément à l'article 85, paragraphe 2, la Commission européenne a consulté l'Autorité européenne des marchés financiers et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles au cours de l'élaboration du présent rapport.

3. EFFORTS CONSENTIS PAR LES CONTREPARTIES CENTRALES

3.1. UN SERVICE D'OPÉRATIONS DE PENSION POUR LES DRR

À ce jour, seule une contrepartie centrale a démontré un effort notable en vue de l'élaboration d'une solution permettant la fourniture de garanties autres qu'en espèces pour répondre aux appels de marge.

La contrepartie centrale en question développe activement un service (ci-après le «service d'opérations de pension pour DRR»[iv]) qui pourrait répondre au besoin des DRR d'utiliser des actifs autres que des espèces pour répondre aux appels de marge.

Le service en projet permettrait à un éventail limité de participants au marché autres que des courtiers (mais incluant les DRR) de devenir membres de son service de négociation et de compensation d'opérations de pension (repo). Dans le cadre d'une opération de pension, une partie vend un actif (habituellement des titres à revenu fixe) à une autre partie et s'engage à racheter cet actif à une date future à un prix convenu. Cet actif sert de garantie et atténue le risque de crédit de la contrepartie que l'acheteur supporte par rapport au vendeur. Les opérations de pension sont donc un moyen pour les DRR de transformer leurs actifs existants autres que des espèces en espèces telles que requises par les contreparties centrales pour les appels de marge, tout en gardant la propriété et – ce qui est crucial – les retours sur investissement des actifs à long terme. Dans le cadre du service d'opérations de pension pour DRR proposé, un DRR conclurait des opérations de pension avec d'autres participants au marché membres du service de négociation en utilisant les titres qu'il détient déjà dans le cours normal de ses investissements. Ces opérations seraient exécutées sur la plateforme de négociation d'opérations de pension de la contrepartie centrale et seraient compensées automatiquement par son service de compensation. Les espèces obtenues via les opérations de pension pourraient être ensuite données en garantie à la contrepartie centrale pour répondre à ses appels de marge. Comme les opérations de pension elles-mêmes feraient l'objet d'une compensation par la contrepartie centrale, le risque de crédit de la contrepartie supporté par le DRR sur cette opération serait atténué par la contrepartie centrale.

Ce service permettrait aux DRR d'exécuter des opérations de pension tout en centralisant la gestion des positions au sein de la contrepartie centrale et en atténuant tout risque de crédit de la contrepartie bilatéral résiduel lié à ces opérations en traitant avec la contrepartie centrale plutôt qu'avec la contrepartie à l'opération de pension.

Étant donné que le service d'opérations de pension pour DRR est toujours en cours d'élaboration, certaines questions importantes quant à la viabilité d'un tel service restent posées. Comme cela est expliqué de manière plus détaillée à la section 4.3 ci-dessous, on estime que la capacité des marchés des opérations de pension bilatérales pourrait être insuffisante pour permettre aux DRR d'obtenir les espèces nécessaires pour répondre aux appels de marge de la contrepartie centrale en période de tensions sur les marchés. Il faut donc se poser la question de savoir si des marchés des opérations de pension compensées se développeront pour fournir la capacité supplémentaire dont ont besoin les DRR. La possibilité, pour les banques qui

fournissent des espèces dans le cadre d'opérations de pension, de supprimer les risques bilatéraux de leurs opérations en ayant plutôt affaire à la contrepartie centrale pourrait entraîner une baisse des exigences de fonds propres, ce qui pourrait les inciter à développer leurs activités d'opérations de pension. Toutefois, d'autres facteurs réglementaires pourraient influencer l'évolution des marchés des opérations de pension à court ou moyen terme, notamment les initiatives de réglementation liées à Bâle III ou à la taxe de l'UE sur les transactions financières proposée, et les éventuels principes relatifs aux décotes obligatoires sur les actifs issus du groupe de travail sur les prêts de titres et les opérations de pension (Workstream on Securities Lending and Repos) du Conseil de stabilité financière. Il est possible que les marchés des opérations de pension deviennent moins attrayants pour les fournisseurs de liquidités et se contractent en conséquence.

En outre, on peut douter que tous les DRR qui ont des difficultés à répondre aux appels de marge en espèces – voire la majorité d'entre eux – aient la capacité d'utiliser ce service. En effet, les participants au service devront accéder à la contrepartie centrale au moyen d'un accord spécial d'adhésion, qui obligerait le DRR à verser des contributions à un fonds spécial de défaillance. Ce fonds de défaillance ne serait pas utilisé pour couvrir les pertes d'autres membres compensateurs comme c'est le cas pour les accords d'adhésion classiques; il ne servirait qu'à couvrir les pertes directes causées par la défaillance potentielle du DRR lui-même. Il n'est donc pas exposé aux pertes causées par la défaillance d'autres membres compensateurs. Cependant, il impliquera l'engagement immédiat de garanties supplémentaires, ce qui ne sera peut-être pas acceptable pour tous les DRR et leurs gestionnaires ou administrateurs.

Finalement, les coûts que devraient supporter les DRR pour utiliser le futur service d'opérations de pension sont inconnus à ce stade de son développement. Il est possible que les coûts liés à la conclusion d'opérations de pension compensées soient plus élevés que les coûts liés à la conclusion d'opérations de pension bilatérales. La raison en est que le DRR devra alimenter un fonds de défaillance, comme indiqué ci-dessus, et acquitter les frais de compensation afférents à l'opération. Il y aura en outre des coûts de mise en œuvre, liés à l'établissement, par le DRR, des connexions opérationnelles au service, ainsi qu'à la conclusion des accords juridiques nécessaires.

Ce service potentiel est encore en cours d'élaboration. Son lancement est prévu au premier semestre 2015. La Commission continuera à entretenir un dialogue avec la contrepartie centrale concernée et les DRR au fur et à mesure de la mise sur le marché, afin d'évaluer la capacité du service de répondre aux besoins des DRR.

La Commission examinera également avec intérêt la capacité d'autres contreparties centrales de mettre au point des services similaires.

Étant donné que le service proposé doit encore être lancé, la Commission s'est penchée sur d'autres solutions techniques potentielles. Son objectif était de déterminer si d'autres mesures pourraient être prises par les contreparties centrales pour permettre

aux DRR de donner des actifs autres que des espèces en garantie pour répondre aux appels de marge. Ces solutions techniques potentielles sont exposées ci-dessous. La viabilité de chaque option est évaluée, compte tenu des obstacles juridiques, commerciaux, stratégiques et pratiques auxquels elle se heurte, des risques qu'elle comporte et de tout coût identifiable probable pour les DRR.

L'étude de référence a également examiné si des solutions pourraient exister, hors de l'infrastructure des contreparties centrales, qui permettraient aux DRR de recourir à la compensation centrale sans que cela ait d'incidences négatives sur les revenus de retraite. Ces solutions alternatives sont également exposées ci-dessous, avec une analyse de leur viabilité.

Tout risque afférent aux solutions techniques ou aux autres solutions envisagées doit bien sûr être mis en balance avec l'atténuation du risque systémique qu'offre la compensation centrale.

3.2. AUTRES SOLUTIONS POSSIBLES

(i) Transformation de garanties par les contreparties centrales

Il s'agirait d'un service d'opérations de pension proposé par les contreparties centrales aux DRR, dans le cadre duquel la contrepartie centrale serait la principale contrepartie à l'opération de pension et fournirait des liquidités au DRR en échange de titres. En ce sens, le concept de base est comparable à celui du service d'opérations de pension pour DRR actuellement mis au point par une contrepartie centrale, tel que décrit ci-dessus. Cependant, cette solution potentielle ne suppose pas que la contrepartie centrale ait aussi la capacité d'offrir une plateforme de négociation d'opérations de pension organisée, assortie d'un service de compensation.

Pour obtenir les espèces, la contrepartie centrale devrait dès lors exécuter une opération de pension dos à dos concurremment avec un tiers. Ce tiers serait soit une banque intermédiaire sur le marché des opérations de pension, soit une banque centrale.

On peut se demander si un dispositif dans lequel la banque centrale est le seul fournisseur de liquidités pour les opérations de pension serait acceptable pour ladite banque centrale; dès lors, la présente analyse part de l'hypothèse selon laquelle la contrepartie centrale prévoit de recourir aux banques commerciales en conjoncture «normale» et à la banque centrale uniquement en cas de circonstances défavorables sur les marchés.

Or, actuellement, toutes les contreparties centrales n'ont pas automatiquement accès aux facilités des banques centrales. Certaines contreparties centrales de l'UE ont actuellement accès au crédit intrajournalier et, à des conditions précises, au crédit à

vingt-quatre heures. Cependant, cet accès pourrait ne pas convenir pour la mise en œuvre d'un dispositif standard de transformation de garanties fondé sur les opérations de pension. Pour un tel dispositif, il faudrait que les contreparties centrales aient au moins accès au crédit à vingt-quatre heures, voire aux opérations de crédit assorties d'échéances plus longues afin d'éviter la reconduction quotidienne d'opérations de pension à court terme. Cela impliquerait un changement des pratiques entre les contreparties centrales et les banques centrales, que ces dernières et leurs parties prenantes devraient étudier attentivement.

Cette solution potentielle implique que les contreparties centrales assument un niveau accru de risque lié au volume d'opérations de pension et à l'exposition aux risques de contrepartie et de marché qui en découle. Le risque systémique posé par les contreparties centrales s'en trouverait lui aussi accru.

Il y a d'autres obstacles, comme la nécessité, pour la contrepartie centrale, d'investir dans les capacités de négociation et de gestion de la trésorerie nécessaires et de procéder à des changements opérationnels et juridiques, principalement en ce qui concerne les procédures en matière de défaillance à prévoir pour le cas où des opérations de pension avec un membre compensateur défaillant devraient être liquidées en même temps que les portefeuilles de produits dérivés de gré à gré concernés.

(ii) Acceptation directe d'actifs autres que des espèces avec transmission aux receveurs de marge

Dans ce cas-ci, la contrepartie centrale permettrait aux DRR de donner et de recevoir des marges en garantie sous la forme d'actifs autres que des espèces qu'ils détiennent déjà, tels que des obligations d'État. Ces actifs seraient ensuite transmis à la contrepartie dans le cours.

La contrepartie centrale devrait proposer à la compensation deux groupes de produits ayant les mêmes termes économiques fondamentaux: l'un pour lequel la marge serait versée et reçue en espèces et l'autre pour lequel elle serait donnée en garantie et reçue sous la forme de titres éligibles déterminés. Cela réduirait la liquidité du marché, les fourchettes de cotation seraient probablement plus larges, et la flexibilité pour le portage ou la liquidation des positions d'un participant défaillant à la contrepartie centrale, probablement moindre. Il serait également impossible que les appels de garantie pour les deux groupes de produits soient compensés entre eux.

Le règlement rapide est un autre obstacle important à la viabilité de cette option. Les participants qui donnent des garanties autres que des espèces devraient pouvoir transférer les titres au nom de la contrepartie centrale le jour même de l'appel de marge. Cependant, cela serait difficile en pratique, car le règlement valeur-jour n'est pas actuellement la pratique standard des dépositaires centraux de titres. Une autre difficulté est que les titres ne peuvent être échangés qu'en unités transférables. Comme la contrepartie centrale calculera les montants des marges à payer ou à recevoir en

valeurs monétaires, elle devra établir une convention de marché pour la conversion de ces valeurs en une quantité livrable du titre que le fournisseur de marge choisit de donner en garantie, ce qui débouchera sur des écarts d'arrondi et des ajustements de liquidités entre la contrepartie centrale et les membres compensateurs.

En outre, des coûts se montant à plusieurs millions d'euros seraient encourus par les contreparties centrales, les membres compensateurs, les dépositaires de titres, les gestionnaires d'actifs et les DRR pour les capacités opérationnelles nécessaires à cette fin.

Sur le plan juridique, il existe également un doute quant au fait que la transmission de titres au receveur de marge réponde à l'obligation qu'ont certains DRR de garder le contrôle de leurs actifs.

(iii) Acceptation d'actifs autres que des espèces avec transmission d'une sûreté aux receveurs de marge

La contrepartie centrale permettrait aux DRR de donner des titres en garantie, comme au point ii).

Cependant, au lieu de transférer ces titres aux contreparties qui doivent recevoir les marges, la contrepartie centrale créerait une sûreté sur les titres donnés en garantie, en faveur du receveur de marge.

Avec cette solution, les actifs donnés en garantie pour répondre à l'appel de marge ne sont pas transférés au receveur de marge, de sorte que le risque inhérent au contrat n'est en réalité pas réglé. Il existe simplement une créance légale dont la valeur variera au fil du temps. En cas de défaillance, la valeur de la créance serait incertaine jusqu'à sa liquidation. Ce risque supplémentaire implique que le prix du contrat devrait être fixé différemment et que celui-ci serait plus coûteux que les contrats ordinaires réglés en espèces, ce qui créerait une fois encore une division entre les produits compensés, avec moins de liquidité pour le produit taillé sur mesure pour les DRR.

Le risque juridique constitue également un obstacle à cette solution, car les sûretés ne sont pas régies par les mêmes cadres juridiques dans toute l'UE. Cela peut entraîner une insécurité juridique quant à ce qui se passerait en cas de défaillance.

(iv) Garanties quadripartites pour sûretés sur marge

Il s'agit là d'une variante de la solution précédente, dans laquelle les titres seraient détenus par un dépositaire en vertu d'un accord entre ce dernier, le DRR, la contrepartie à l'opération initiale et la contrepartie centrale.

Ce dispositif permettrait aux DRR de donner des actifs autres que des espèces en garantie sans devoir les transformer en espèces. Au lieu de cela, la garantie serait fournie sous la forme d'une sûreté en faveur de la contrepartie. Le DRR sous-traiterait la gestion des garanties à un dépositaire de titres en vertu d'une convention signée par les quatre parties concernées: le DRR, la contrepartie, la contrepartie centrale et le dépositaire. Cette solution s'inspirerait des services tripartites de gestion des garanties existants.

Elle présente les mêmes difficultés que la solution précédente, car elle débouche sur un risque de crédit de la contrepartie non réglé, ce qui est contre-intuitif par rapport à la fonction des marges et peut susciter des inquiétudes chez les membres compensateurs, les contreparties et les autorités de régulation.

Une division entre les produits apparaîtrait ici aussi, avec des complications sur le plan de la liquidité et de la compensation.

(v) Transformation de garanties par les membres compensateurs

Cette première alternative à une solution technique au sein de la contrepartie centrale consiste en la possibilité, pour les DRR, d'obtenir des espèces en réalisant des opérations de pension avec les membres compensateurs de la contrepartie centrale hors de l'infrastructure de celle-ci.

Les membres compensateurs des contreparties centrales qui compensent les produits dérivés de gré à gré appartiennent généralement à des groupes bancaires qui sont aussi actifs sur le marché des opérations de pension. Ainsi, les membres compensateurs semblent bien placés pour proposer des services d'opérations de pension à leurs clients DRR à cette fin sans devoir investir dans de nouvelles activités. Ce type de service pourrait aussi être fourni aux DRR par une banque tierce, indépendamment du courtier compensateur désigné.

Toutefois, la taille actuelle des marchés d'opérations de pension bilatérales pourrait être insuffisante pour fournir aux DRR les espèces dont ils auraient besoin pour honorer leurs engagements en marges. En tout état de cause, les lignes financières consacrées à ces opérations de pension ne seraient pas garanties par les courtiers et pourraient être retirées en période de tensions.

Selon les conclusions de l'étude de référence (voir en particulier la section 5.7.3), le marché des opérations de pension ne serait pas en mesure de faire face à la demande agrégée des DRR cherchant à financer entièrement en espèces les appels de marge en cas de forte évolution des taux d'intérêt (100 points de base par exemple) et, en conséquence, les DRR n'auraient pas accès aux financements nécessaires pour répondre aux appels de marge s'ils devaient compter uniquement sur le marché des opérations de pension bilatérales. Cela se traduirait par des appels de marge impayés,

mettrait les DRR en défaut de paiement et aurait des répercussions sur l'ensemble des marchés.

Dans le cadre d'un tel dispositif, le courtier compensateur du DRR serait exposé aux conséquences de la défaillance du DRR, car il pourrait avoir l'obligation contractuelle de répondre aux appels de marge au nom de son DRR client. Or, les courtiers compensateurs sont généralement des banques de haut niveau et représentent donc un risque significatif pour le système financier dans son ensemble.

(vi) Prêt de titres avec intermédiaire

Dans le modèle de prêts de titres avec intermédiaire, le DRR prêterait des titres de son propre portefeuille à des tiers et recevrait de l'emprunteur des garanties sous la forme d'espèces qui pourraient être utilisées pour répondre aux appels de marge.

Le prêt de titres est déjà utilisé par de nombreux DRR, dans le cadre d'accords opérationnels et juridiques bien établis. Toutefois, la capacité de prêt du DRR dépend du besoin d'autres participants au marché d'emprunter les actifs offerts à un moment donné. Les DRR n'ont aucun contrôle sur le souhait, ou non, des contreparties d'emprunter des titres et pour quelle durée. Le prêt de titres ne peut donc pas être considéré comme une source fiable de financement. Comme dans le cas du dispositif ci-dessus, il pourrait déboucher sur des appels de marge non honorés et, potentiellement, sur la défaillance du courtier compensateur du DRR.

(vii) Opérations de prêt garanties par des entités non financières

L'étude de base indique que de nombreuses grandes sociétés ont actuellement d'importantes réserves de liquidités qu'elles pourraient chercher à prêter avec des garanties.

Dans le cadre de cette option, le DRR donnerait des titres dans le cadre d'une opération de pension et recevrait des espèces de la société en garantie du rachat, de façon similaire à ce qui se passerait avec la solution alternative exposée au point v).

Il n’existe actuellement pas de marché établi des prêts d'entreprises avec garanties destinés aux DRR; par conséquent, si, en théorie, les entreprises pourraient avoir les moyens de fournir des espèces aux DRR pour permettre à ceux-ci de répondre aux appels de marge des contreparties centrales, la capacité et la volatilité d'un tel marché sont impossibles à évaluer. Cette solution pose aussi la question de l'éventuelle réglementation que nécessiterait l'établissement d'un tel marché et des incidences en termes de coûts et de disponibilité. Elle ne saurait donc être considérée comme une option viable.

4. CONCLUSIONS

4.1. PROGRÈS ET EFFORTS RÉALISÉS PAR LES CONTREPARTIES CENTRALES

En conclusion, on peut dire que, excepté pour ce qui est du service d'opérations de pension pour DRR mentionné à la section 3, des progrès suffisants ne semblent pas avoir été accomplis par les contreparties centrales pour mettre au point des solutions techniques permettant le transfert de garanties autres qu'en espèces en tant que marges de variation. À ce qu'il apparaît, aucune contrepartie centrale ne cherche non plus à mettre en œuvre les autres solutions possibles présentées aux points i) à iv) de la section 3.2, qui utiliseraient ses infrastructures. On peut conclure que cela est dû aux obstacles recensés dans le présent rapport. Cependant, les contreparties centrales devraient continuer à envisager des moyens pratiques de surmonter ces obstacles.

L'absence de progrès dans la définition et la mise au point de solutions viables peut être imputée au fait que les contreparties centrales qui n'ont pas développé de solutions ne sont, à ce jour, pas réellement en mesure de le faire, car elles ne proposent encore aucun service de négociation ou de compensation sur les marchés des opérations de pension sur lequel elles pourraient s'appuyer pour faciliter la transformation de garanties. On peut aussi supposer que, ces deux ou trois dernières années, les contreparties centrales ont essentiellement consacré leurs ressources à la mise en conformité de leurs services avec les nouvelles exigences applicables en vertu du règlement EMIR, ainsi qu'avec d'autres aspects des réformes réglementaires mises en œuvre au niveau de l'UE et au niveau international[v]. Des ressources considérables ont également été consacrées par les contreparties centrales à l'élaboration de solutions de compensation pour leurs clients en général, étant donné que les obligations de compensation au titre du règlement EMIR s'étendront aux participants au marché de petite et moyenne taille (y compris les DRR) qui ne peuvent pas compenser des opérations directement en tant que membres compensateurs. Le manque d'efforts dans l'élaboration de solutions techniques peut donc aussi être attribué au fait que les contreparties centrales n'ont pas pu faire de ce domaine une priorité.

4.2 MESURES REQUISES

La Commission continuera à suivre la mise au point du service fondé sur les opérations de pension proposé par une contrepartie centrale, afin d'apprécier si cette approche est maintenue et si la solution est mise en œuvre sans accroc en 2015 comme prévu. La mise en œuvre réussie de ce projet de service dépendra aussi de la poursuite de la coopération des DRR qui sont des participants potentiels.

La Commission poursuivra également les discussions avec les autres contreparties centrales de l'UE qui compensent des opérations sur des produits dérivés de gré à gré

pertinents (contrats d'échange sur taux d'intérêt et/ou d'inflation) afin d'évaluer si des solutions similaires pourraient être adoptées par ces contreparties centrales. Comme indiqué ci-dessus, cela peut dépendre de leur capacité de proposer des services de négociation et de compensation des opérations de pension ainsi que de compensation des produits dérivés de gré à gré. La Commission prie néanmoins instamment toutes les contreparties centrales de l'UE, en coopération avec leurs membres compensateurs et avec les DRR, de continuer à rechercher le moyen de surmonter les obstacles analysés dans le présent rapport, afin d'arriver à des solutions de compensation qui – soit individuellement, soit en combinaison – pourraient apporter la capacité nécessaire pour que les DRR puissent compenser centralement leurs opérations sur produits dérivés de gré à gré, avec un impact moindre sur leurs rendements. Une solution appropriée permettra aux DRR de poursuivre leurs activités sur produits dérivés de gré à gré sans coûts prohibitifs, tout en offrant les avantages de la compensation centrale à leurs contreparties et au système financier dans son ensemble.

La Commission admet toutefois que, en l'absence de solution, les DRR seront au final tenus de convertir des titres en espèces afin de maintenir une réserve de liquidités suffisante pour répondre aux appels de marge potentiels, à partir d'août 2018 au plus tard. Il conviendrait aussi de garder à l'esprit que, bien qu'aucune des autres solutions évoquées ne semble offrir de solution totalement satisfaisante pour les DRR, il pourrait y avoir lieu de recourir à une combinaison de transformations de garantie. La Commission voudrait aussi encourager le secteur à examiner quelles possibilités de financement à plus long terme (obligations garanties ou titres adossés à des actifs, par exemple) pourraient, individuellement ou en combinaison, constituer avec certitude une source suffisante de financement pour les DRR, même en période de tensions. Elle reconnaît que ces possibilités de financement pourraient dépendre de la capacité du DRR de garder la propriété et/ou le contrôle des titres échangés contre des espèces et qu'une certaine flexibilité serait donc nécessaire.

4.3 EFFETS NÉGATIFS POTENTIELS DE LA COMPENSATION CENTRALE DES CONTRATS DÉRIVÉS SUR LES PRESTATIONS DE RETRAITE DES FUTURS RETRAITÉS

En l'absence de dérogation à l'obligation de compensation, les DRR seraient obligés de détenir des réserves de liquidités au lieu des actifs à plus haut rendement qu'ils détiennent habituellement, tels que des obligations d'État. Continuer à détenir des actifs autres que des espèces et recourir aux marchés des opérations de pension ouverts sur une base ad hoc n'offre pas une sécurité suffisante. Comme le souligne l'étude de référence, le principal obstacle identifiable à cette façon de procéder réside dans le fait que les marchés actuels des opérations de pension bilatérales ne semblent pas offrir suffisamment de liquidités pour supporter les besoins des DRR de l'UE en cas de crise. Cette conclusion est fondée sur l'analyse des marchés des obligations d'État de l'UE. L'étude de référence indique que le montant agrégé des appels de marge pour une

évolution de 100 points de base serait de 204 à 255 milliards d'euros pour les DRR de l'UE. Sur ce montant, de 98 à 123 milliards d'euros (de 82 à 103 milliards de livres sterling) concerneraient les DRR du Royaume-Uni et seraient principalement liés à des actifs libellés en livres sterling, et de 106 à 130 millions d'euros concerneraient des actifs libellés en euros (et peut-être dans d'autres monnaies).

Même si les DRR étaient les seuls participants actifs à ces marchés, l'exigence de marge totale liée à une telle évolution excéderait la capacité journalière apparente des marchés des opérations de pension de premier ordre du Royaume-Uni (*gilt repo*), de même qu'elle excéderait probablement celle des parties pertinentes du marché des opérations de pension sur obligations d'État de l'UE, à savoir principalement le marché des obligations d'État allemandes (*bunds*). La liquidité dans les opérations de pension existe pour d'autres titres moins liquides, mais cependant de haute qualité, bien que les marchés de tels instruments soient beaucoup plus susceptibles de contraction en période de tensions.

La détention de réserves de liquidités pour faire face aux évolutions potentielles du marché réduira les rendements globaux sur les investissements effectués au profit des retraités membres des DRR, ce qui pourrait, au final, faire diminuer le montant total des prestations de retraite versées par les DRR à leurs bénéficiaires.

Selon l'étude de référence, les coûts, pour les DRR, du passage de la constitution de garanties bilatérales à la constitution de marges en espèces en tant que garanties auprès de contreparties centrales pourraient se traduire par une réduction cumulée des revenus de retraite pouvant atteindre 3,1 % aux Pays-Bas et 2,3 % au Royaume-Uni, sur une période de 40 ans. L'incidence totale attendue sur les revenus de retraite à l'échelle de l'UE sur une période de 20 à 40 ans pourrait atteindre 3,66 %. Ces chiffres sont directement imputables à la réduction des retours sur investissement attendue en conséquence de l'obligation de détenir des réserves de liquidités au lieu de titres autres que des espèces.

Il s'agit là d'une incidence importante, qui est susceptible d'affecter les retraités de toute l'UE et qui peut, à ce stade, être considérée comme disproportionnée par rapport aux avantages découlant d'une obligation de compensation pour les DRR. Cette conclusion tient compte du fait que les opérations devront en tout état de cause être couvertes par des garanties sur une base bilatérale en vertu de la future exigence de marge bilatérale inscrite à l'article 11, paragraphe 3, du règlement EMIR, ce qui atténue le risque de crédit de la contrepartie dans les opérations dans lesquelles les DRR sont contreparties, à la fois du point de vue des banques et du point de vue des DRR.

Il est possible que les DRR qui subiront les plus fortes incidences choisissent de ne pas couvrir leurs passifs afin de maintenir les niveaux actuels de revenus de retraite pour leurs bénéficiaires. Cela créerait, en conséquence de la volatilité du marché non

couvert, un risque de pertes sur investissements qui conduirait à une réduction des revenus de retraite.

Cependant, il convient de noter que, si la grande majorité des contrats dérivés de gré à gré standardisés passent à la compensation centrale, les contrats qui ne font pas l'objet d'une compensation pourraient devenir moins liquides au fil du temps. Cela réduirait à l'avenir l'écart de coûts global entre contrats compensés et non compensés.

4.4 PROPOSITION D'ACTE DÉLÉGUÉ

La Commission estime que les efforts nécessaires pour l'élaboration de solutions techniques appropriées n'ont pas été consentis à ce jour et que les effets négatifs de la compensation centrale des contrats dérivés sur les prestations de retraite des futurs retraités restent inchangés.

La Commission a donc l'intention de proposer que la période de trois ans visée à l'article 89, paragraphe 1, du règlement EMIR soit prolongée de deux ans par voie d'acte délégué. Elle continuera à suivre la situation en ce qui concerne les solutions techniques qui permettraient aux DRR de donner des actifs autres que des espèces en garantie pour répondre aux appels de marge des contreparties centrales, afin d'évaluer si cette période devrait être prolongée d'un an supplémentaire.

---

[i] Au sens de l'article 2, point 10), du règlement EMIR.

[ii] L'article 89, paragraphes 1 et 2, du règlement EMIR dispose que la dérogation ne s'applique qu'aux contrats dérivés de gré à gré dont on peut objectivement mesurer la contribution à la réduction des risques d'investissement en relation directe avec la solvabilité des dispositifs de régime de retraite, et uniquement lorsque les DRR rencontrent des difficultés pour respecter les exigences de marge de variation.

iii L'étude sera publiée sur le site web de la Commission européenne: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_fr.htm#maincontentSec2

[iv] Il convient de noter que ce service, en cours de développement, ne se limiterait pas aux DRR mais pourrait être proposé à d'autres participants ayant des besoins similaires.

[v] Plusieurs contreparties centrales de l'UE sont agréées et actives dans des pays tiers.