COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 9.6.2022
COM(2022) 254 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

établi conformément à l'article 85, paragraphe 2, 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, tel que modifié par le règlement (UE) 2019/834, et évaluant si des solutions techniques viables ont été mises au point pour le transfert, par les dispositifs de régime de retraite, de garanties monétaires et non monétaires en tant que marges de variation et si des mesures sont nécessaires pour faciliter ces solutions techniques viables

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

établi conformément à l'article 85, paragraphe 2, 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, tel que modifié par le règlement (UE) 2019/834, et évaluant si des solutions techniques viables ont été mises au point pour le transfert, par les dispositifs de régime de retraite, de garanties monétaires et non monétaires en tant que marges de variation et si des mesures sont nécessaires pour faciliter ces solutions techniques viables

1. INTRODUCTION

Le règlement sur l'infrastructure du marché européen[1] (ci-après le «règlement EMIR») accorde une exemption temporaire de l'obligation de compensation centrale aux entités gérant des dispositifs de régime de retraite (ci-après les «DRR»), en ce qui concerne certains types de produits dérivés de gré à gré[2]. Cette exemption a été prolongée à plusieurs reprises depuis 2012[3]. Actuellement, elle s'étend jusqu'au 18 juin 2022. La Commission peut adopter un acte délégué pour la prolonger une dernière fois jusqu'au mois de juin 2023.

Exiger des DRR qu'ils compensent des contrats dérivés de gré à gré auprès d'une contrepartie centrale pourrait les amener à convertir une part importante de leurs actifs en liquidités ou en d'autres actifs très liquides, tels que des dépôts bancaires, des parts de fonds monétaires, des accords de pension ou des lignes de crédit, afin de pouvoir fournir une «marge»[4] aux contreparties centrales. L'obligation de compensation et l'obligation corollaire de fournir une marge[5] sont notamment liées à la nécessité d'avoir suffisamment de liquidités pour les marges de variation[6], qui doivent être couvertes régulièrement et à bref délai. Ainsi, le fait de

[1] Règlement (UE) nº 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

[2] En vertu de l'article 2, paragraphe 10, du règlement EMIR, les DRR comprennent les institutions de retraite professionnelle au sens de l'article 6, point a), de la directive 2003/41/CE, les activités de fourniture de retraite professionnelle des institutions visées à l'article 3 de ladite directive, les activités de fourniture de retraite professionnelle exercées par les entreprises d'assurance qui relèvent de la directive 2002/83/CE (sous certaines conditions), ainsi que toute autre entité agréée et surveillée ou tout autre dispositif fonctionnant dans un cadre national dont l'objet est principalement de fournir des prestations de retraite. En vertu de l'article 89, paragraphe 1, du règlement EMIR, l'exemption concerne les contrats dérivés de gré à gré dont la contribution à la réduction des risques d'investissement directement liés à la solvabilité financière des DRR peut être objectivement mesurée.

[3] L'exemption a été prolongée la dernière fois en mai 2021 par le règlement délégué (UE) 2021/962 de la Commission prolongeant la période transitoire visée à l'article 89, paragraphe 1, premier alinéa, du règlement (UE) nº 648/2012.

[4] La marge est la sûreté qu'un investisseur doit déposer. Le règlement EMIR établit une distinction entre la marge initiale et la marge de variation. La marge initiale a vocation à couvrir les fluctuations de valeur actuelles et potentielles.

[5] Les entités gérant des dispositifs de régime de retraite, dont la vocation première est de verser des prestations de retraite, généralement sous forme de rente viagère, mais parfois aussi sous forme de rente temporaire ou d'un unique versement de capital, tendent en règle générale à limiter autant que possible leurs placements en liquide afin d'atteindre une efficience et une rentabilité maximales pour leurs assurés. Voir le règlement (UE) nº 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, considérant 26.

[6] La marge de variation est une sûreté collectée régulièrement par une partie pour tenir compte des variations de la valeur de marché d'un contrat en cours. Étant donné que les appels de marge de variation doivent

soumettre prématurément les DRR à une obligation de compensation centrale des contrats dérivés de gré à gré risquerait de les contraindre à céder une part importante de leurs actifs contre des liquidités pour constituer des coussins de fonds propres et faire face aux éventuelles exigences de marge des contreparties centrales, et à réduire ainsi le niveau des ressources à consacrer aux investissements nécessaires pour financer les pensions futures. Néanmoins, l'objectif ultime du règlement demeure la compensation centrale des DRR dans les meilleurs délais.

L'article 85, paragraphe 2, du règlement EMIR impose à la Commission d'élaborer des rapports annuels afin d'établir si des solutions techniques viables ont été mises au point pour le transfert, par les dispositifs de régime de retraite, de garanties, ou sûretés (*collateral*) monétaires et non monétaires en tant que marges de variation, et si des mesures doivent être prises pour faciliter l'adoption de ces solutions. Le présent document est le troisième rapport établi par la Commission. Il rend compte des progrès accomplis à ce jour.

2. CONTRIBUTIONS REÇUES

Depuis l'entrée en vigueur du règlement EMIR Refit le 17 juin 2019[7], des travaux sont en cours dans différentes instances pour suivre les progrès réalisés par les DRR sur la voie de la compensation centrale. Des contributions ont été reçues de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), de l'Agence bancaire européenne (ABE), de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et du Comité européen du risque systémique (CERS), ainsi que des acteurs du marché par l'intermédiaire du groupe d'experts sur les DRR[8]. L'AEMF, en coopération avec l'ABE, l'AEAPP et le CERS, a remis à la Commission des rapports annuels examinant cette question, comme l'exige le règlement EMIR. Le premier rapport[9] a été réceptionné par la Commission en avril 2020. Un deuxième rapport[10] lui a été transmis en septembre 2020[11]. Le dernier de ces rapports[12] a été remis à la Commission en janvier 2022.

---

généralement être payés à bref délai (par exemple, au jour le jour ou même en cours de journée), la position de trésorerie joue un rôle essentiel, car les liquidités sont l'instrument le plus utilisé pour répondre à ces appels.

[7] Règlement (UE) 2019/834 du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) nº 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (EMIR Refit).

[8] Comme le prévoit l'article 85, paragraphe 2, du règlement EMIR, la Commission a mis en place un groupe d'experts composé de représentants des contreparties centrales, des membres compensateurs, des DRR et d'autres parties prenantes concernées afin de suivre leurs efforts et d'évaluer les progrès réalisés dans la mise au point de solutions techniques viables.

[9] «*Central clearing solutions for pension scheme arrangements*» (Solutions de compensation centrale pour les dispositifs de régime de retraite), Autorité européenne des marchés financiers, 2 avril 2020, ESMA70-151-2823.

[10] «*Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)*» (2e Rapport sur les solutions de compensation centrale pour les dispositifs de régime de retraite), Autorité européenne des marchés financiers, 17 décembre 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Ibid. Voir le chapitre 4 «Public consultation» pour plus de détails. Les conclusions de ce deuxième rapport s'appuient sur une vaste consultation publique qui a permis de recueillir l'avis des parties prenantes et des données actualisées sur les portefeuilles des DRR européens et sur l'incidence quantitative du passage à la compensation centrale de leurs portefeuilles de produits dérivés de gré à gré.

[12] «*The clearing obligation for pension scheme arrangements*» (L'obligation de compensation pour les dispositifs de régime de retraite), Autorité européenne des marchés financiers, 25 janvier 2022, ESMA70-451-110.

En tenant compte des contributions reçues, la Commission a publié jusqu'à présent deux rapports[13,14], évaluant les conditions de liquidité et étudiant divers accords de compensation pour les fonds de pension. Ces rapports exposent les arguments relatifs aux prolongations ultérieures de l'exemption[15].

Dans son rapport de janvier 2022, l'AEMF a conclu que la description, l'analyse et les conclusions détaillées figurant dans son deuxième rapport exhaustif restaient d'actualité. Elle a jugé peu probable que, malgré les efforts des parties prenantes et des autorités de réglementation, il existe une solution unique répondant aux préoccupations des DRR, et qu'il fallait plutôt combiner des solutions facilitant l'obtention de liquidités ou allégeant la pression liée à la compensation. Le dernier rapport était donc axé sur l'évaluation de la capacité opérationnelle des DRR à faire compenser leurs dérivés de taux d'intérêt de gré à gré. L'AEMF a conclu que les DRR étaient largement prêts d'un point de vue opérationnel et a relevé un ensemble de solutions à leur disposition, l'amenant à penser qu'il y avait d'autant moins de raisons de traiter les DRR différemment des autres acteurs du marché. En outre, l'AEMF a souligné que la prolongation de l'exemption de l'obligation de compensation devait être envisagée dans le contexte plus large du renforcement des capacités de compensation dans l'UE et de l'attractivité des contreparties centrales de l'UE, auquel la fin de cette exemption peut également contribuer.

Toutefois, selon l'AEMF, un certain nombre de considérations opérationnelles justifieraient l'octroi d'un délai supplémentaire aux DRR avant de les soumettre à l'obligation de compensation. L'AEMF a notamment souligné que les DRR et les acteurs du marché concernés avaient besoin de temps pour finaliser leurs accords de compensation et de gestion des sûretés. Elle a ajouté que la décision de la Commission devait être communiquée avec un préavis suffisant pour permettre à toutes les parties concernées d'adapter leurs plans de mise en œuvre. Tenant compte de ce qui précède, l'AEMF a recommandé une nouvelle prolongation de l'exemption de l'obligation de compensation jusqu'au 19 juin 2023.

Depuis le dernier rapport de la Commission de mai 2021, le groupe d'experts sur les DRR s'est réuni à trois reprises. Les participants ont confirmé que les DRR étaient largement prêts à compenser, qu'ils avaient conclu des accords de compensation et qu'ils compensaient déjà d'eux-mêmes certaines opérations. Dans le même temps, les DRR ont souligné que la question de fond de l'accès aux liquidités continuait de se poser. Pour y remédier, le groupe d'experts sur les DRR a notamment débattu du recours aux opérations de pension compensées comme solution éventuelle d'obtention de liquidités. Les DRR ont toutefois fait remarquer que, bien qu'il s'agisse d'un pas dans la bonne direction, une dépendance excessive à l'égard du marché des pensions compensées les rendrait vulnérables à un risque de liquidité résiduel dans des circonstances de marché extrêmes.

3. CONTEXTE POLITIQUE

Le Royaume-Uni fait partie des principales plateformes de compensation centrale pour les produits dérivés et reste un lieu de compensation important pour les acteurs du marché de l'UE, qui ont accumulé au fil des ans un montant conséquent de positions auprès des contreparties centrales britanniques. De nombreux DRR de l'UE ont actuellement des accords

[13] COM(2020) 574 final.
[14] COM(2021) 224 final.
[15] L'exemption initiale avait été accordée par le règlement EMIR jusqu'au 16 août 2018, tandis que le règlement EMIR Refit prévoyait une nouvelle prolongation jusqu'en juin 2021, pouvant être éventuellement prolongée d'une ou deux années supplémentaires.

de compensation à la fois dans l'UE et au Royaume-Uni, mais il ressort de l'analyse qu'ils ont tendance à compenser dans de plus grandes proportions au Royaume-Uni. Afin d'éviter tout risque pour la stabilité financière de l'UE, la Commission a adopté, en septembre 2020, une décision d'équivalence temporaire couvrant le cadre réglementaire et de surveillance des contreparties centrales du Royaume-Uni, initialement valable jusqu'en juin 2022[16], puis prolongée jusqu'au 30 juin 2025[17]. D'ici là, les acteurs du marché de l'UE sont invités à réduire leur exposition aux contreparties centrales britanniques, car l'ampleur de cette exposition pourrait compliquer la gestion de la stabilité financière par les autorités de l'UE en cas de crise.

En janvier 2021, la Commission a mis en place un groupe de travail réunissant les AES, le CERS, la BCE et le MSU afin d'évaluer les opportunités et les défis liés au transfert de la compensation des produits dérivés depuis le Royaume-Uni vers les contreparties centrales de l'UE. Le groupe s'est également adressé à un large éventail de parties prenantes afin de recueillir des avis et des contributions. Les discussions au sein du groupe ont confirmé les risques que représentent pour l'UE les expositions aux contreparties centrales britanniques. Ces risques ont également été mis en évidence dans l'évaluation des contreparties centrales de pays tiers d'importance systémique réalisée par l'AEMF dans le cadre du règlement EMIR 2.2[18], qui s'est achevée en décembre de l'année dernière[19].

Par conséquent, afin de soutenir le développement de services de compensation efficients et compétitifs, la Commission présentera, au cours du second semestre de 2022, des mesures visant à rendre les contreparties centrales de l'UE plus attrayantes pour les acteurs du marché, en faisant de l'UE une plateforme de compensation plus attractive et plus rentable et en renforçant le cadre de surveillance de l'UE pour que les contreparties centrales puissent mieux gérer les risques associés.

Dans ce contexte, mettre fin à l'exemption des DRR pourrait contribuer à développer la réserve de liquidités de l'UE, et donc attirer davantage d'opérations de compensation dans l'UE.

4. ÉVOLUTION DEPUIS LES PREMIERS RAPPORTS DE LA COMMISSION

L'exemption temporaire de l'obligation de compensation visait à donner aux DRR et aux autres acteurs du marché concernés suffisamment de temps pour diversifier leurs sources de liquidités en vue de la couverture de marges de variation et pour développer leur capacité opérationnelle de gestion de la compensation de grands portefeuilles de produits dérivés.

---

[16] Décision d'exécution (UE) 2020/1308 de la Commission établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux contreparties centrales au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) nº 648/2012 du Parlement européen et du Conseil.

[17] Décision d'exécution (UE) 2022/174 de la Commission établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux contreparties centrales au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) nº 648/2012 du Parlement européen et du Conseil.

[18] Règlement (UE) 2019/2099 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément de contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les exigences pour la reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers (JO L 322 du 12.12.2019).

[19] Rapport d'évaluation de l'AEMF au titre de l'article 25, paragraphe 2 *quater*, du règlement EMIR, disponible à l'adresse suivante: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. L'AEMF a conclu que le service Swapclear fourni par LCH Ltd pour les dérivés de taux d'intérêt libellés en euros et en zlotys polonais, ainsi que les segments de compensation de CDS et de dérivés de taux d'intérêt à court terme d'ICE Clear Europe Ltd pour les produits libellés en euros, étaient d'une grande importance systémique pour l'UE ou pour un ou plusieurs États membres.

4.1 Liquidité

L'exemption temporaire de l'obligation de compensation pour les DRR vise à atténuer l'impact que cette obligation aurait sur leurs placements en liquide. La principale raison de l'utilisation de produits dérivés de gré à gré par les DRR est le nombre insuffisant d'émissions d'obligations à long terme de qualité, qui limite leur capacité à gérer les risques de taux d'intérêt de manière adéquate[20]. Il s'ensuit des problèmes d'accès aux liquidités en période de tension sur les marchés[21], lorsque les appels de marge augmentent et que les DRR sont en concurrence avec d'autres entités du marché pour obtenir des liquidités.

Les conditions de liquidité des DRR ont évolué favorablement depuis l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation centrale de certaines catégories de produits dérivés de gré à gré prévue par le règlement EMIR, et ont même bien résisté aux récentes périodes de volatilité. Hormis la période mars-avril 2020, pendant laquelle les appels de marge de variation journaliers ont été nettement supérieurs à la moyenne des flux habituellement observés[22], les DRR n'ont pas rencontré de problèmes de liquidité liés aux appels de marge. En mars 2020, les paiements de marges de variation atteint de gros volumes, par rapport aux actifs très liquides détenus par les fonds de pension, ce qui a créé des tensions chez certains d'entre eux[23]. Toutefois, les fonds de pension ont généralement été en mesure d'effectuer ces paiements[24].

En période de tensions sur le marché, le marché des pensions peut représenter une source importante de liquidités pour les acteurs côté achat, notamment les DRR. Au cours des dernières années, les acteurs du marché se sont attachés à intégrer les DRR et d'autres entités dans l'écosystème de la compensation des opérations de pension. Eurex, la chambre de compensation centrale allemande, a mis en place un modèle d'«accès direct» pour faciliter l'accès à la compensation. Cela concerne aussi bien les opérations de pension que les swaps de taux d'intérêt. Plus récemment, une deuxième chambre de compensation de l'UE[25] a lancé

---

[20] «*Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)*» (2e Rapport sur les solutions de compensation centrale pour les dispositifs de régime de retraite), Autorité européenne des marchés financiers, 17 décembre 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Comme en témoignent les importantes fluctuations de marges de variation enregistrées en mars 2020. Entre le 11 et le 23 mars 2020, les sociétés d'assurance et les fonds de pension (SAFP) européens ont dû verser à leurs contreparties 50 milliards d'EUR de marges de variation supplémentaires. Plus de 90 % de cette somme a été versée par les SAFP néerlandais, dont les portefeuilles sont d'une taille et d'une durée exceptionnellement importantes. Source: «Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds» (L'interconnexion des marchés de produits dérivés et des fonds monétaires par le biais des sociétés d'assurance et des fonds de pension), Banque centrale européenne, *Financial Stability Review*, novembre 2020.

[22] «Review of margining practices» (Bilan des pratiques en matière de marges) – Rapport consultatif, Banque des règlements internationaux, octobre 2021.

[23] «Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds» (L'interconnexion des marchés de produits dérivés et des fonds monétaires par le biais des sociétés d'assurance et des fonds de pension), Banque centrale européenne, novembre 2020.

[24] Par exemple, la marge de variation globale versée par les SAFP néerlandais en mars 2020 a atteint environ 77 % de leurs avoirs les plus liquides, ce qui peut toutefois masquer une certaine hétérogénéité. Source: «Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds» (L'interconnexion des marchés de produits dérivés et des fonds monétaires par le biais des sociétés d'assurance et des fonds de pension), Banque centrale européenne, *Financial Stability Review*, novembre 2020.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member, communiqué de presse LCH, 10 décembre 2021.

un modèle sponsorisé de compensation d'opérations de pension[26], renforçant ainsi la capacité de transformation des sûretés. Ces modèles devraient encore gagner en maturité en 2022 et 2023, ce qui incitera davantage de sponsors compensateurs et d'acteurs côté achat à les adopter.

Malgré cela, les DRR continuent de faire part de préoccupations quant à leur situation de liquidité. Bien que la liquidité soit restée suffisante jusqu'à présent, elle pourrait se réduire, notamment sur le marché des opérations sur «vrac»[27], avec la normalisation de la politique monétaire[28] à moyen terme. Selon les DRR, cela pourrait les obliger à vendre des avoirs tels que des actions, des obligations d'entreprises et des obligations d'État. Dans un tel contexte, ils vendraient sur un marché en déclin, et ces ventes pourraient exacerber encore davantage la pression à la baisse sur les prix des actifs.

Cela étant dit, d'autres sources de flux de liquidités pourraient être disponibles. Par exemple, l'extension des horaires de fonctionnement de TARGET2[29] et de T2S[30] dans le courant de l'année pourrait contribuer à assurer le règlement des opérations de financement à partir de facilités de pension libellées en euros lors des appels de marge. Bien que ces nouveaux modèles d'accès semblent mieux adaptés aux besoins des grands DRR, ils permettent aux banques de libérer des capacités de bilan, ce qui peut aussi profiter aux DRR de plus petite taille. Les DRR demandent néanmoins la création d'un lien entre les banques centrales et les plateformes de pensions compensées, afin de permettre aux banques centrales d'intervenir sur le marché des pensions et de fournir des liquidités aux fonds de pension (ainsi qu'aux autres acteurs du marché) au moyen d'opérations de pension compensées.

Il convient néanmoins de noter que ni l'AEMF, dans ses trois rapports annuels, ni le groupe d'experts sur les DRR n'ont fait part d'une détérioration des conditions de liquidité telle qu'elle menace de façon permanente la capacité des DRR à répondre aux appels de marge, même au printemps 2020. De même, les services de compensation d'obligations d'État et d'opérations de pension sont restés résilients et stables, contrairement à l'évolution de la liquidité observée sur le marché des pensions bilatérales. Même avant l'intervention de la banque centrale, aucun fonds monétaire[31] n'a suspendu les remboursements et le marché des pensions a continué de fonctionner, ce qui signifie que les DRR étaient toujours en mesure d'accéder à des liquidités. Il n'en demeure pas moins qu'en période de tension, les DRR peuvent bénéficier indirectement des opérations de banque centrale visant à soutenir les

[26] Ces modèles permettent aux entreprises côté achat d'accéder à la compensation avec le soutien d'une banque («agent de compensation» ou «sponsor»), ce qui est généralement de nature à faciliter le paiement des marges et à renforcer les contributions au fonds de défaillance pour les opérations.

[27] Une opération sur «vrac» ou pension «en vrac» (*general collateral*) est un ensemble d'émissions de titres qui se négocient sur le marché des pensions à un taux identique ou très similaire. Ces titres peuvent donc se substituer l'un à l'autre sans modifier sensiblement l'opération de pension. La liquidité du marché des pensions «en vrac» est cruciale pour les DRR.

[28] «Monetary policy in an uncertain world» (La politique monétaire dans un monde incertain), discours de Ch. Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne, Francfort-sur-le-Main, 17 mars 2022

[29] TARGET2 est le système de règlement brut en temps réel (RBTR) détenu et géré par l'Eurosystème. Il règle les paiements liés aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, ainsi que les transactions entre banques et les transactions commerciales.

[30] TARGET2-Titres (T2S) est une plate-forme commune sur laquelle les titres et les liquidités peuvent être transférés entre investisseurs dans toute l'Europe, selon des règles et des pratiques harmonisées. Actuellement, 20 pays européens utilisent T2S.

[31] Les fonds monétaires investissent dans des instruments liquides à court terme (dont l'échéance ne dépasse généralement pas un an). Ces fonds offrent aux investisseurs un faible risque et la possibilité de mobiliser des liquidités (désinvestir) si nécessaire.

segments vulnérables du marché, comme cela a été le cas en mars-avril 2020, lorsque la BCE a accordé des facilités de prêt aux banques pour acheter des actifs à des fonds monétaires, ou élargi l'éventail de sûretés éligibles aux obligations bancaires non garanties[32].

4.2 Capacité opérationnelle en matière de compensation

Les DRR sont globalement prêts à compenser, puisqu'ils ont conclu des accords de compensation et qu'ils compensent déjà d'eux-mêmes certaines opérations. Ces conclusions sont confirmées par le dernier rapport de l'AEMF, qui constate un niveau élevé de capacité opérationnelle des DRR en matière de compensation[33].

L'analyse de l'AEMF révèle qu'environ un tiers des DRR qui compensent des opérations ont commencé à le faire au cours de l'année écoulée. Il existe toutefois certaines différences entre les DRR (certains compensant la grande majorité de leurs opérations, d'autres très peu, voire pas du tout) et l'activité de compensation semble être concentrée (environ 70 % du montant notionnel compensé est attribuable à seulement 5 DRR). En pourcentage, l'analyse montre qu'environ 25 % du montant notionnel négocié (soit 40 % du nombre d'opérations) par les DRR est compensé. Toutefois, alors que les trois plus grands DRR compensent généralement en moyenne 25 % de leurs opérations, mais sans dépasser 25 %-30 %, les DRR de taille petite ou moyenne compensent entre 0 et 100 % de leurs opérations.

Du point de vue de l'activité de compensation de swaps de DRR par rapport au volume total compensé, le rapport entre Eurex et LCH Ltd est le même que pour le reste du marché, à savoir que LCH Ltd continue de dominer le marché. En ce qui concerne les accords de compensation, la situation est toute autre. Si l'on examine les DRR au-dessus du seuil de marge initiale de 8 milliards d'EUR, l'analyse révèle des pourcentages similaires de DRR ayant compensé au moins une opération auprès d'Eurex (76 %) et de LCH Ltd (80 %). Cela signifierait que la grande majorité des principaux DRR, qui sont les plus susceptibles d'être concernés par l'obligation de compensation, a conclu des accords de compensation avec l'une ou l'autre de ces contreparties centrales. Selon les calculs de l'AEMF, 31 DRR de l'UE seraient concernés par l'obligation de compensation prévue par le règlement EMIR, étant donné qu'ils dépasseraient les seuils de compensation[34]. La grande majorité d'entre eux (80 %) ont compensé au moins une opération, mais pas nécessairement la totalité de leur portefeuille de produits dérivés, et ont donc déjà conclu une forme d'accord de compensation. La la stratégie de la Commission en matière de compensation, qui sera présentée dans le courant de l'année 2022, vise à améliorer l'attractivité de la compensation dans l'UE.

Enfin, il est important de souligner que bien qu'ils soient de mieux en mieux préparés sur le plan opérationnel, les DRR craignent que les capacités disponibles ne soient pas suffisantes pour compenser tous leurs produits dérivés soumis à l'obligation de compensation. Selon eux, relever les taux de compensation actuels pourrait poser des problèmes de capacité de compensation dus à un nombre limité de membres compensateurs ou à leurs éventuelles limites de compensation.

---

[32] «EU money market fund regulation – legislative review» (Règlement de l'UE sur les fonds monétaires – examen législatif), Autorité européenne des marchés financiers, 26 mars 2021, ESMA34-49-309.

[33] Ces conclusions ont été présentées et examinées lors de la réunion du groupe d'experts de la Commission européenne du 14 décembre 2021, et les participants qui sont intervenus ont confirmé les mêmes tendances.

[34] Le règlement EMIR Refit définit les petites contreparties financières comme des entités dont le volume d'activité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré est trop faible pour présenter un risque systémique important. Ces contreparties sont exemptées de l'obligation de compensation, mais elles restent soumises à l'obligation d'échanger des sûretés pour parer à tout risque systémique. Voir le règlement EMIR Refit, considérant 7 et article 4, point a).

5. CONCLUSION

L'exemption actuelle de compensation centrale expire le 18 juin 2022. Le règlement EMIR Refit permet à la Commission de prolonger cette exemption temporaire une dernière fois, jusqu'au 18 juin 2023, si elle conclut que les acteurs du marché ont besoin d'un délai supplémentaire pour mettre au point et adopter des solutions techniques appropriées et que l'effet négatif de la compensation centrale de contrats dérivés sur le montant des pensions de retraite demeure inchangé.

L'analyse de la Commission montre que les conditions de liquidité des DRR continuent de s'améliorer et que divers modèles d'accès à la compensation centrale ou à la transformation des sûretés ont fait leur apparition. Il s'est avéré difficile de trouver une solution unique permettant aux DRR de fournir des marges aux contreparties centrales lors de tensions sur les marchés, mais il existe tout un éventail d'instruments qui devraient permettre aux fonds de pension de compenser leurs opérations de manière efficiente dans différentes conditions de marché, y compris en situation de crise.

Pour tirer pleinement parti des solutions disponibles, les fonds de pension de l'EEE devront renforcer leur capacité opérationnelle en matière de compensation et de gestion des liquidités et des sûretés. Selon l'analyse proposée par l'AEMF, le nombre de DRR qui compensent leurs opérations continue d'augmenter, mais le niveau de préparation varie d'un secteur à l'autre. Les DRR et les membres compensateurs de contreparties centrales auxquels ils font appel auraient donc besoin d'un délai supplémentaire pour finaliser les préparatifs nécessaires à la compensation de tous les contrats concernés. Le degré de préparation des DRR en ce qui concerne les liquidités est aussi une question qui demande réflexion, car ils ne semblent pas tous avoir une gestion adéquate des liquidités. Il est intéressant de noter que les autorités nationales compétentes des États membres qui ont les plus grands marchés de DRR ont signalé la mise en place d'initiatives de surveillance pour améliorer cette situation[35]. Enfin, la stratégie de la Commission en matière de compensation stimulera l'activité des chambres de compensation établies dans l'UE, améliorant ainsi l'accès des DRR à des services de compensation compétitifs et efficients.

En conclusion, des progrès substantiels ont été accomplis depuis 2019 en matière de compensation centrale des opérations des DRR, puisque certains s'y sont même partiellement rangés de leur propre initiative. Toutefois, d'autres mesures opérationnelles sont nécessaires. Les contreparties centrales de l'UE devraient mettre à profit le temps qui leur est imparti pour perfectionner leurs modèles d'accès facilité et de transformation des sûretés et les rendre plus attractifs pour les DRR, en particulier les plus petits d'entre eux, qui semblent pour l'instant les plus réticents vis-à-vis de la compensation. Dans le même temps, les fonds de pension devraient s'assurer qu'ils possèdent les compétences organisationnelles et les capacités nécessaires pour gérer la compensation de leurs portefeuilles de produits dérivés. Pour ces raisons, la Commission a décidé de prolonger pour une dernière année l'exemption de compensation accordée aux DRR. À partir du 19 juin 2023, les DRR seront tenus de compenser leurs opérations en vertu du règlement EMIR.

[35] «The clearing obligation for pension scheme arrangements» (L'obligation de compensation pour les dispositifs de régime de retraite), Autorité européenne des marchés financiers, 25 janvier 2022, ESMA70-451-110, paragraphe 26.