



LOUVAIN
School of Management

**EMIR: ses mécanismes de protection contre le risque
systémique et leurs impacts sur les institutions bancaires**

NON CONFIDENTIEL

Mémoire-recherche présenté par THIEFFRY Antoine

Promoteur

COLMANT Bruno

en vue de l'obtention du titre de Master en sciences de gestion

Année académique 2014 - 2015

REMERCIEMENTS

II.

Au terme de ce mémoire, il me tient à cœur de remercier toutes celles et ceux qui ont contribué à la rédaction de ce travail de fin d'étude.

En commençant par Monsieur Bruno Colmant, mon promoteur et professeur à l'UCL, qui m'a guidé et conseillé dans mes multiples démarches. Je le remercie également pour la liberté et la confiance qu'il m'a accordées.

Jean-Paul Rousseau, Director of Financial Markets & Infrastructure, qui m'a transmis ses connaissances, des références d'études et donné des conseils pertinents pour un bon nombre de mes recherches grâce auxquelles j'ai pu aller de l'avant et peaufiner mon travail.

Edouard Nouvellon, Head of Structured Products & Derivatives à la banque Degroof, qui a consacré son temps et a bien voulu partager ses compétences et répondre à mes différentes questions.

À l'ensemble du corps professoral de l'UCL et de la LSM qui a contribué à me faire grandir et m'épanouir dans le domaine de la Finance.

Merci également à la famille Remiche qui m'a fourni un cadre de travail idéal et m'a ainsi permis de réaliser ce mémoire dans les meilleures conditions.

Glossaire

III.

- EMIR : European Market Infrastructure Regulation
- SESF : Système Européen de Surveillance Financière
- AEMF : Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA)
- ABE : Autorité Bancaire Européenne (EBA)
- AEAPP : Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (EIOPA)
- CERS : Comité Européen du Risque Systémique (ESRB)
- AES : Autorités Européennes de Surveillance (ESA)
- RTS : Regulatory Technical Standards
- ITS : Implementing Technical Standards
- CCP : Contrepartie Centrale
- RC : Référentiel Central
- CF : Contrepartie Financière (banques, entreprises d'investissement, assureurs, OPCVM, etc.)
- CNF : Contrepartie Non-Financière (toutes les organisations exceptées celles jugées comme CF)
- CNF+ : CNF ayant dépassé le seuil de compensation, les soumettant donc à l'obligation de compensation
- CNF- : CNF n'ayant pas dépassé le seuil de compensation
- LEI : Legal Entity Identifier
- LOU : Legal Operating Unit

Table des matières

I	Introduction	3
II	Revue de littérature	6
1	Les produits dérivés de gré à gré et leur rôle dans la crise	7
1.1	Rappels pertinents sur les produits dérivés	7
1.2	Le rôle des produits dérivés dans la crise financière de 2008	8
2	Élaboration d’EMIR et dates-clés	12
3	Les instances d’EMIR et leurs rôles	15
3.1	L’AEMF	15
3.2	L’Autorité Bancaire Européenne	19
3.3	L’Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles	21
3.4	Le Comité Européen du Risque Systémique	21
4	Mécanismes de couverture contre le risque systémique	23
4.1	L’obligation de compensation et les contreparties centrales	23
4.1.1	L’obligation de compensation	23
4.1.2	Les contreparties centrales	27
4.2	Les référentiels centraux et l’obligation de reporting	35
4.2.1	L’obligation de reporting	35
4.2.2	Les référentiels centraux	37
4.3	Obligations d’atténuation des risques pour les produits non-compensés	37
III	Analyse	41
5	Impact sur les banques	42
5.1	L’impact qu’aura EMIR sur les banques en général	42
5.1.1	Impact au niveau opérationnel	45

5.1.2	Impact des exigences de marge	46	2.
5.2	Impact de l'obligation de compensation	46	
5.3	Impact du reporting	49	
5.4	Impact des techniques d'atténuation des risques	50	
IV	Conclusion	53	
V	Bibliographie	56	
VI	Annexes	66	
5.5	Annexe I : Entretien d'Edouard Nouvellon - Head of structured products & derivatives à la banque Degroof	67	
5.6	Annexe II : Retranscription de l'interview avec Monsieur Edouard Nouvellon .	69	
5.7	Annexe III : Entretien de Jean-Paul Rousseau - directeur Financial Markets & Infrastructure chez Febelfin	78	
5.8	Annexe IV : Retranscription de l'interview avec Monsieur Jean-Paul Rousseau	80	

Première partie

Introduction

La crise financière de 2008 a révélé le caractère risqué des produits dérivés de gré à gré. Depuis la chute de Bear Sterns et de Lehman Brothers, la nationalisation d'AIG et la crise économique qui a suivi ces événements, les autorités du monde entier se sont rendues compte de la nécessité de mieux réguler les marchés financiers ; notamment celui des produits dérivés OTC.

EMIR, ou European Market Infrastructure Regulation, est la concrétisation des efforts fournis par l'Union Européenne afin d'augmenter la stabilité de ces marchés. EMIR a pour objectif d'améliorer la transparence des marchés OTC et de favoriser la standardisation de ces instruments financiers en introduisant trois nouvelles pratiques de marché. (1) L'obligation de compensation pour les produits dérivés standardisés, (2) l'obligation de reporting pour tous les produits dérivés qu'ils soient de gré à gré ou standardisés et (3) l'introduction de nouvelles techniques d'atténuation des risques pour les dérivés non compensés ; sont ces trois nouvelles pratiques mises sur pied. Les utilisateurs de produits dérivés standardisés doivent faire compenser leurs positions auprès de contreparties centrales et les reporter auprès de référentiels centraux pour en conserver les données. Ces entités constituent les deux nouvelles infrastructures introduites par EMIR dans l'environnement des marchés de dérivés.

Après avoir introduit ce mémoire en rappelant le rôle des produits dérivés dans la crise financière de 2008, il sera expliqué de manière exhaustive et compréhensible les dispositions et exigences, parfois complexes, prévues par EMIR pour lutter contre le risque systémique. La dernière partie sera consacrée à l'impact de ce nouveau cadre de marché sur les banques de manière générale, qu'elles soient de grandes ou petites tailles ; avec l'aide de Jean-Paul Rousseau, Director of Financial Markets & Infrastructures chez Febelfin et spécialiste dans le domaine ; ainsi que de celle d'Edouard Nouvellon, Head of Structured Products & Derivatives à la banque Degroof, professionnel dans l'industrie des produits dérivés.

EMIR est en pleine implémentation dans le milieu bancaire mais également parmi tous les utilisateurs de produits dérivés. Son manque de clarté, l'introduction progressive des standards techniques d'implémentation, les différentes dates d'entrée en vigueur en fonction du statut des institutions sous EMIR et le large cercle des établissements concernés font d'EMIR un règlement difficile à appréhender et ce même par les professionnels. Beaucoup d'acteurs sont incertains quant à la manière dont ils doivent se conformer à EMIR étant donné la difficulté

de déterminer dans quelle catégorie ceux-ci sont inclus et la complexité des exigences auxquelles satisfaire. Pour appuyer ceci par un exemple, une même entreprise en relation avec deux banques différentes s'est vu attribué un statut différent par ces mêmes banques et donc devait satisfaire à des exigences parfois différentes (voire annexe IV, page 83). Ces difficultés rencontrées par les acteurs sont une des raisons pour lesquelles j'ai choisi ce sujet. Bien que ce mémoire ne suffit pas aux utilisateurs de produits dérivés pour satisfaire complètement aux contraintes induites par EMIR, ce qui aurait représenté un travail bien plus conséquent qu'un mémoire, mais il leur permet de connaître leur statut sous EMIR et d'avoir connaissance de chacune des exigences auxquelles ils doivent répondre ; en plus d'avoir une vue globale de nouveau cadre de régulation des produits dérivés. La deuxième partie donnera aux banques une idée globale du coût d'implémentation ainsi que le coût de liquidité qu'impliquent les contraintes d'EMIR.

La deuxième raison pour laquelle j'ai souhaité aborder ce sujet est qu'il s'agit d'une matière nouvelle qui bouleverse l'industrie des produits dérivés. Le caractère récent d'EMIR en fait un sujet encore peu révisé par rapport à d'autres domaines bien établis. Je pense sincèrement qu'approfondir ses connaissances dans un domaine nouveau et qui a des conséquences importantes apporte un avantage à ma formation.

Deuxième partie

Revue de littérature

1 Les produits dérivés de gré à gré et leur rôle dans la crise

1.1 Rappels pertinents sur les produits dérivés

Pour bien comprendre comment les produits dérivés ont contribué à l'aggravation de la crise de 2007, il convient de rappeler les principales caractéristiques qui ont fait de ces instruments des outils de propagation et d'aggravation dans la crise bancaire qui a suivi celle des subprimes.

Les produits dérivés sont des contrats à terme établis entre deux parties et dont la valeur est liée à celle d'un actif sous-jacent. Les deux parties se mettent d'accord sur les modalités du contrat telles que la maturité, les conditions d'échange (compensation ou livraison physique du sous-jacent) ou encore le prix d'exercice à maturité. Les produits dérivés peuvent porter sur tout actif ou événement quantifiable ou observable. On compte ainsi des produits dérivés sur action, sur obligation, sur matière première, sur devise et même sur des actifs intangibles tels que des taux d'intérêt, des taux d'inflation, des conditions climatiques ou un niveau de volatilité des marchés. Une caractéristique importante des produits dérivés, et qui est une source de risque conséquente car permet de réaliser un effet de levier important, est qu'il n'y a pas de flux financier à l'initiation du contrat ; ou du moins un échange d'un montant substantiellement plus faible que la valeur du sous-jacent.

Ces instruments financiers tels qu'ils sont aujourd'hui sont apparus dans la seconde moitié du XIX^e siècle avec les marchés à terme de matières premières, également dénommés « futures » (Chanu, 2008). Ces produits furent initialement conçus pour permettre aux acteurs économiques de se couvrir contre le risque de marché. Nous pouvons illustrer cela en prenant le cas du fermier qui s'inquiète du prix futur du blé. Il ne peut pas savoir à l'avance si, au moment de sa récolte, le cours du blé sera faible ou élevé et souhaite s'assurer qu'à ce moment, il puisse vendre sa récolte à prix connu. Ni le fermier ni son client n'aiment les fluctuations de prix car ils ne peuvent anticiper leurs revenus, d'où la création de ces accords à terme.

Se couvrir contre ces risques n'est pas la seule utilisation faite de ces dérivés, certains acteurs financiers spéculent sur les marchés par le biais de ces instruments. À volume modéré (estimé par exemple pour les dérivés sur matière première agricole à 3 ou 4 fois la production mondiale

annuelle (Munier, 2013)), la spéculation sur produit dérivé favorise une bonne liquidité des marchés en faisant face à "*l'asymétrie du hedging*" (les positions longues et courtes des agents économiques souhaitant se couvrir du risque de marché n'étant que très rarement équilibrées) permettant une efficience de ces marchés (Jérougel, 2011). Cependant, les volumes contractés de produits dérivés sont astronomiquement supérieurs aux volumes considérés financièrement sains. Ainsi, selon la banque des règlements internationaux (2015), la valeur de marché brute (qui fournit une mesure significative des montants à risque) des contrats dérivés en cours en Décembre 2014 s'élevait à \$21 trillions.

Certains produits dérivés s'échangent sur des marchés organisés telle qu'une bourse. Ces contrats sont standardisés et répondent à certaines normes. Cependant, la plupart des produits dérivés sont échangés sur le marché OTC (près de 90% en valeur notionnelle) (PwC, 2015). Dans le premier cas, les deux contreparties au contrat ne se connaissent pas ; c'est la chambre de compensation qui assure les flux financiers et par conséquent le risque de défaut d'une des contreparties. Dans le deuxième cas, ce sont les deux contreparties directement qui initient un contrat et en assurent le suivi entre elles. Cette bilatéralité fait que ce marché est moins régulé et manque de transparence. Ce sont ces produits dérivés OTC qui ont largement contribué à l'aggravation et la propagation de la crise financière de 2008.

1.2 Le rôle des produits dérivés dans la crise financière de 2008

La crise financière de 2007 et les événements suivants la faillite de Lehman Brothers en Septembre 2008 ont mis en évidence le caractère risqué des produits dérivés OTC, et plus particulièrement des Credit Default Swaps (Commission Européenne, 2015). Afin d'introduire les régulations sur le marché des OTC mis en place par le set de lois EMIR, rappelons le rôle des produits dérivés dans la crise. Cette section ne prétend pas expliquer la crise financière de 2008 dans toute sa complexité, mais en rappelle les bases et les canaux de propagation.

La crise bancaire et financière trouve son origine non pas dans un seul événement, la crise des subprimes, mais dans une *conjonction de nombreux événements qui se sont renforcés les uns les autres* (Artus P., Betbèze J.P., Boissieu C., Capelle-Blancard G., 2008). Selon Dick Fuld (2015), ancien CEO de la banque d'investissement Lehman brothers, toutes les condi-

tions étaient réunies pour déclencher une véritable tempête. Ainsi, la crise des subprimes n'en a été que l'élément déclencheur et n'aurait eu une telle ampleur si d'autres facteurs n'étaient pas entrés en jeu (Bernanke, 2010) : la taille du marché des subprimes de \$1000 milliards était relativement humble si on la compare à la capitalisation boursière aux USA de \$20 000 milliards ou au patrimoine des ménages américains qui sont de près de \$60 000 milliards (Artus et al., 2008).

Tout en gardant en tête l'objectif de cette section, rappelons quand même les grandes lignes des événements qui ont conduit à la crise. Ces vingt dernières années, l'environnement macroéconomique et le paysage du secteur financier ont évolué pour créer un contexte économique instable (Ghani, 2014). Artus et al. ont énuméré ces mutations dans le cadre macroéconomique : l'excès de la liquidité à l'échelle mondiale, la diminution de l'inflation et de sa volatilité, une réduction généralisée des primes de risque dans un climat de confiance, la réduction des taux d'intérêts à long terme, une croissance du crédit dans un environnement non-inflationniste et enfin une montée des prix des actifs. Couplé avec des facteurs microéconomiques tels que l'innovation financière et les produits dérivés opaques, le manque de régulation, des stratégies de gestion des risques défaillantes (Batavia, Lash et Malliaris, 2012) ou encore le relâchement des conditions d'octroi de crédit [Artus et al., 2008]. Il ne manquait plus que l'élément catalyseur : la crise des subprimes.

Il est aujourd'hui bien connu dans le milieu économique et financier quels-sont les mécanismes qui ont mené à la crise des subprimes. En commençant par la création d'une bulle immobilière aux Etats-Unis en conséquence d'un relâchement des conditions d'octroi de prêts imposés par les autorités américaines afin de permettre aux ménages ayant de faibles revenus d'acheter un bien immobilier. Ces prêts hypothécaires étant de toute façon couverts par les biens des emprunteurs. L'immobilier étant en constante augmentation, la revente du bien en cas de défaut de paiement de la part des ménages couvrirait le prêt. Tant que la valeur de l'immobilier montait, tout allait bien. À 1% en 2004, la Federal Reserve a relevé ses taux à près de 5% en 2006 (IEFP, 2014). La plupart des prêts subprimes accordés étant à taux variables, beaucoup de ménages n'ont pas su faire face à leurs obligations et ont du céder leur bien aux banques. Du fait d'une quantité importante de défaut de paiement, beaucoup de maisons ont été mises en vente pour recouvrer le montant du prêt. Cette tendance a conduit le marché de l'immobilier à la baisse,

ne permettant plus aux banques originatrices des prêts subprimes de retrouver leur capital en vendant le bien sous-jacent. Les pertes pour les banques étaient importantes mais les autres régions du monde n'ont à ce niveau pas directement été impactées.

La propagation de la crise

C'est donc vers le produit de l'innovation financière qu'il faut se tourner pour comprendre comment la crise s'est propagée à l'échelle planétaire, en se penchant sur le mécanisme de titrisation et sur les Credit Default Swaps.

Les institutions de crédit "subprimes" ont été substantiellement touchées par la crise de ces produits hypothécaires, mais c'est avec le développement de deux mécanismes de transmission du risque de crédit que la celle-ci a pu se propager (Lefebvre, 2008) : la titrisation et le développement du marché des CDS.

Avec la titrisation, les crédits octroyés par les banques et le risque de défaut qui s'y rapporte ont pu être revendu à d'autres acteurs de marché, diffusant ce risque dans l'ensemble du système financier (Nesta, 2008). Ce phénomène a amené les banques à octroyer en masse des crédits, en regardant moins à la solvabilité des emprunteurs.

Les Credit Default Swaps, quant à eux, permettaient aux acteurs de revendre sur les marchés le risque encouru sur leurs positions. Dans cet environnement, tous les intermédiaires se rétribuaient sur les volumes et de plus en plus de crédits étaient octroyés afin de produire plus de produits titrisés.

Les CDS permettent donc de transférer le risque entre les acteurs. Le succès de ce produit a été foudroyant. Si bien que les montants en cours en Décembre 2007 en valeur notionnelle allaient jusqu'à \$58 trillions (BIS, 2008). Cependant, étant un marché OTC, le risque de contrepartie présent dans ces contrats crée un risque systémique important compte tenu de l'ampleur du marché de ces dérivés de crédit (Lefebvre, 2008). En 2007, Lehman Brothers et l'assureur AIG étaient d'importants acteurs sur les marchés des CDS. La faillite du premier a activé le transfert de montants substantiels sur le marché des CDS pour assurer les acheteurs de CDS dont Lehman Brothers en était le sous-jacent (Harrison, 2008). Les vendeurs de ces CDS devaient assurer les acheteurs et recevaient en échange la dette de Lehman Brothers. Après l'enchère de Lehman Brother, il a été déterminé que les vendeurs de ces CDS devaient payer aux contrepar-

ties assurées 91,375% de la valeur faciale des bonds (idem). Étant donné que Lehman détenait des centaines de millions de dollars de dette, les vendeurs de ces CDS devaient déboursier de lourds montants pour honorer leurs contrats. AIG était l'un des plus gros vendeurs de ces CDS et a enregistré en 2008 près de \$100 milliards de pertes (AFP, 2009). Sa faillite allant impacter l'ensemble du système financier, la Fed a secouru AIG pour éviter des pertes colossales sur les marchés et un coût extrêmement élevé pour l'économie (OBS, 2009).

11.

La crise financière a donc mis en évidence, par la faillite de Lehman Brothers et la nationalisation d'AIG, la nécessité de réguler les marchés dérivés OTC.

2 Élaboration d'EMIR et dates-clés

Le 25 Février 2009, un groupe de consultants dirigés par Jacques de la Rosière a publié un rapport évaluant la nécessité de réguler et de superviser le secteur financier de l'UE pour diminuer le risque que des crises financières telles que survenues en 2008 ne se reproduisent. C'est en Septembre 2009 lors d'un sommet du G20 à Pittsburg que les dirigeants se sont engagés à mettre en oeuvre des mesures visant à réguler les marchés de produits dérivés de gré-à-gré en Europe (Commission européenne, 2015), sommet duquel sont sortis les objectifs suivants :

Tous les produits dérivés OTC normalisés devraient être échangés sur des marchés organisés ou, le cas échéant, sur des plateformes d'échange électroniques, et compensés auprès de contreparties centrales au plus tard pour fin 2012. Tous les contrats doivent être enregistrés auprès de référentiels centraux. Tous les contrats non-compensés devraient être contraints à de plus hautes exigences en fonds propres"(FSA, 2012).

La construction du nouvel environnement de régulation des produits dérivés OTC en Europe suit une procédure qu'on appelle "procédure Lamfalussy" (Mouton M., De Bleye F., 2015), du nom de son créateur. C'est-à-dire que l'implémentation d'une législation suit quatre étapes (FSA, 2014 ; Linklaters, s.d) :

1. Un texte législatif (dans notre cas le règlement (UE) n°648/2012) est proposé par la Commission européenne et adopté par le Conseil et le Parlement européen, ce texte reprend les fondements directeurs de la régulation souhaitée ;
2. Les autorités définies dans le texte adopté à l'étape 1 (dans le cas d'EMIR : l'AEMF, l'ABE et l'AEAPP) se chargent d'élaborer des standards techniques (RTS et ITS) relatifs à l'application de la régulation sur base de consultations publiques et proposeront ensuite ces standards techniques à la Commission pour adoption ;
3. Les Etats-membres incluent ces régulations dans la loi nationale en se coordonnant pour éviter les divergences et les autorités de surveillance s'assurent de la convergence et de l'harmonisation des lois ;
4. La Commission s'assure que tous les Etats-Membres aient implémenté les directives prévues dans la deuxième étape et prévoit des sanctions dans le cas où l'implémentation au niveau national n'est pas satisfaisante.

En Septembre 2009, la Commission soumet au Conseil et au Parlement européen une proposition de règlement pour approbation - ou éventuelle modification. C'est après plus de deux années de discussion et compromis que le règlement "(UE) n° 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" est adopté par le Parlement et par le Conseil européen et porte le nom de EMIR : European Market Infrastructure Regulation. Il faut attendre le 27 Juillet de la même année pour que le règlement soit publié au Journal Officiel de l'Union Européenne (JOUE), qui entrera donc en vigueur 20 jours plus tard à la date du 16 Août 2012.

À la fin du mois de Septembre 2012, l'AEMF (l'Autorité Européenne des Marchés Financiers) et l'ABE (l'Autorité Bancaire Européenne) soumettent pour adoption à la Commission européenne les standards techniques (RTS - regulatory technical standards) relatifs à tous les titres et dispositions du règlement EMIR, excepté ceux portant sur les exigences de marge pour les contrats non compensés et ceux relatifs aux conditions dans lesquels des entités appartenant à des pays tiers à l'UE (pour lesquels il faudra attendre Novembre 2013) sont concernés par le règlement (Market Structure Partners, 2015). Ces standards techniques, exceptés ceux relatifs aux collèges de supervision des contreparties centrales, seront tous adoptés par la Commission en Décembre 2012. Les standards techniques d'implémentation (ITS - implementation technical standards) sont publiés au JOUE à la fin du même mois (idem).

Trois mois plus tard, en Mars 2013, l'AEMF soumet à nouveau les RTS relatifs aux collèges de supervision des contreparties centrales à la Commission européenne, en ayant tenu compte des remarques lors du rejet de la première proposition. La Commission les adopte le 28 Mai 2013. Il ne reste plus que les standards techniques concernant les exigences de marge ainsi que ceux concernant les conditions dans lesquelles des acteurs de marché de pays tiers sont concernés pour achever l'élaboration de l'ensemble des RTS prévus par le règlement EMIR.

Les conditions d'agrément des référentiels centraux (RC) ayant été définis en Mars 2013, les RC peuvent soumettre à l'AEMF à partir de ce moment leur demande d'agrément (Règlement UE N° 648/2012). C'est le 7 Novembre 2013 que les quatre premiers référentiels centraux ont été autorisés à exercer : DTCC derivatives Repository, KDPW, REGIS-TR et Una-Vista.

A partir de Mars de l'année 2013, les mesures et exigences pour lutter contre le risque systémique commencent à entrer en vigueur. Le 15 Mars et le 15 Septembre 2013, trois des quatre principales techniques d'atténuation des risques pour les produits dérivés de gré-à-gré non soumis à l'obligation de compensation deviennent effectives (FSMA, 2013). Quelques mois plus tard, l'obligation de reporting pour tous les utilisateurs de produits dérivés s'appliquent officiellement aux utilisateurs (Febelfin & FSMA & FEB, 2014).

Le 18 Mars 2014, NASDAQ OMX Clearing est la première contrepartie centrale à être agréée par une autorité nationale pour exercer une activité de compensation sous EMIR. Cet agrément lance le premier processus de détermination d'une éventuelle obligation de compensation pour la catégorie de dérivés pour laquelle NASDAQ OMX Clearing a été autorisée à exercer (Market Structures Partners, 2015). À partir de cette date, l'AEMF a 6 mois pour élaborer une première soumission des standards techniques réglementaires requis à la Commission européenne. C'est donc le 1er Octobre de la même année que l'AEMF soumet à la Commission un premier jet des standards techniques réglementaires relatifs à l'obligation de compensation, pour lequel elle attend les commentaires de la Commission avant de soumettre une proposition finalisée (idem).

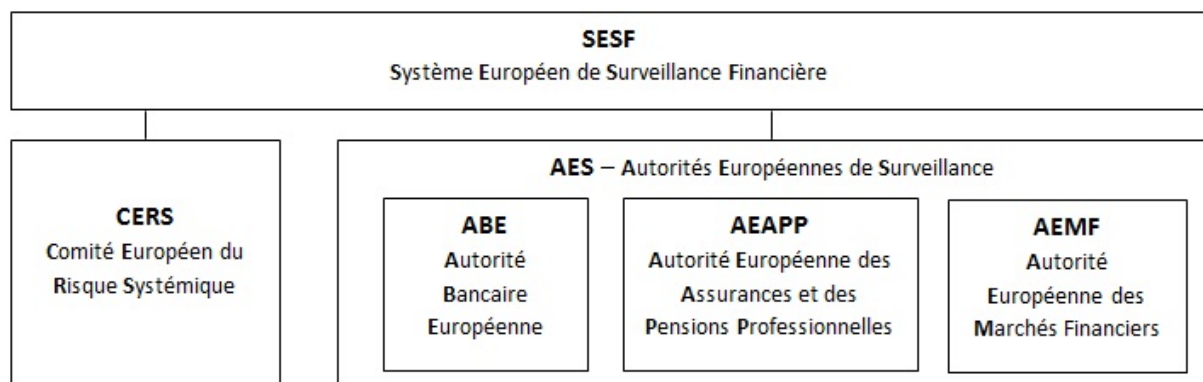
Au 1er Avril 2015, l'AEMF prévoit d'autoriser à 27 autorités nationales compétentes un accès aux informations et données enregistrées auprès de 6 référentiels centraux. La concrétisation de ce projet est attendue pour 2016 (Market Structures Partners, 2015). L'efficacité et l'implémentation d'EMIR seront jugés par la Commission européenne pour mi-Août 2015 et en présentera un rapport au Parlement et au Conseil européen.

Comme cité précédemment, les RTS concernant la quatrième et dernière principale technique d'atténuation des risques pour les dérivés OTC non compensés : les exigences de marge et d'appels de marge, sont prévus d'être soumis à la Commission en Septembre 2015. La date attendue d'entrée en vigueur de cette mesure est Décembre 2015. Quant aux exigences de marge initiales, celles-ci entreront en application graduellement entre 2015 et 2019 (AMF, 2013).

3 Les instances d'EMIR et leurs rôles

Suite à la crise financière de 2008, la Commission européenne a revu le cadre institutionnel relatif à la surveillance des marchés financiers européens en créant une nouvelle structure de supervision appelée Système Européen de Supervision Financière (SESF). Le SESF est *"un système décentralisé de surveillance micro et macroprudentielle associant les autorités européennes et nationales"* (Maier, 2014).

Ce sont les Autorités Européennes de Surveillance (AES), composés de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), l'Autorité bancaire Européenne (ABE) ainsi que de l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP) ; qui se chargent de la surveillance microprudentielle. Tandis que le Comité Européen du risque systémique (CERS) se charge de la supervision macroprudentielle.



3.1 L'AEMF

L'AEMF joue un rôle fondamental dans le nouveau cadre de régulation des produits dérivés OTC à l'échelle européenne : EMIR, mais également dans l'entière disposition prise par l'Union Européenne en réponse à la crise financière et économique de 2008. L'AEMF poursuit trois projets afin de garantir la protection des investisseurs et la stabilité des marchés européens (ESMA, 2013 ; Ross, 2012) :

1. la création d'un règlement uniforme pour la régulation des marchés financiers européens ;
2. assurer une convergence de la supervision et la mise en application cohérente du règlement ;

3. réglementer les entreprises de services financiers par leur surveillance directe et par la coordination active des activités de surveillance nationales.

Sans s'attarder afin de ne pas s'éloigner du sujet initial, citons brièvement les rôles qu'interprète l'AEMF dans l'ensemble de la nouvelle infrastructure de régulation des marchés européens.

Création du règlement uniforme - L'AEMF crée des "normes techniques de réglementation harmonisées dans différents domaines de la réglementation des marchés financiers" (ESMA, 2013) afin d'en améliorer l'efficacité, la transparence, la qualité et la cohérence de la surveillance nationale ; applicables à tous les acteurs et contribuant à l'élaboration de conditions égales dans toute l'UE (ESMA, 2013).

De manière générale, l'AEMF a développé dans le courant de l'année 2012 des recommandations et les RTS relatives aux marchés (MiFID), leurs infrastructures (EMIR), transparence (TD), leurs fonctionnements en bonnes et dues formes (MAD), ainsi que les règles propres aux acteurs de marchés tels que les fonds d'investissement (Ross, 2012).

Convergence de la surveillance et supervision directe - Un recueil uniforme de règles ne garantit pas à lui seul l'obtention d'un marché financier plus stable et plus efficace, encore faut-il s'assurer que ce dernier soit implémenté correctement et complètement par les acteurs. C'est donc cette nécessité d'élaborer une convergence dans la supervision financière à l'échelle européenne qui est la deuxième grande ligne poursuivie par l'AEMF. Toujours selon Verena Ross (2012), Directrice exécutive de l'AEMF, un système de supervision propre à chaque Etat-Membre, telle qu'était le cas avant l'adoption du règlement, permet un arbitrage réglementaire qui peut potentiellement nuire à l'intégrité, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés, mais également contribuer à une instabilité financière.

Dans l'objectif de favoriser la convergence entre les pratiques de surveillance propres aux états-membres et s'assurer que celles-ci soient équilibrées, l'AEMF effectue des révisions par les pairs de la législation de l'UE relative aux marchés financiers. Dans le cas où l'AEMF décelerait des incohérences à ce niveau, celle-ci dispose de plusieurs compétences (ESMA, 2013) : l'émission d'avis, le recours à la médiation, et envisager des procédures pour violation du droit de l'UE en dernier ressort.

Bien que les autorités compétentes de chaque état-membre assure la supervision directe des

acteurs des marchés financiers actifs sur leurs territoires, l'AEMF est en charge de la supervision directe des agences de notation de crédit ainsi que des référentiels centraux ; et depuis 2013, est présente dans les collèges responsables du contrôle des contreparties centrales. Depuis le 1er Janvier 2011, date de création de l'AEMF, les agences de notation menant leurs activités sur le territoire de l'UE doivent s'enregistrer auprès de l'AEMF qui assurera par la suite son rôle de surveillance sur elles (ESMA, 2013). En exerçant une supervision directe sur ces acteurs, l'AEMF participe à la sûreté et la transparence des marchés financiers européens et remplit donc son objectif de protection des investisseurs.

Gouvernance et administration de l'AEMF - L'AEMF comporte à sa tête le conseil des autorités de surveillance et le conseil d'administration. Le premier est composé des représentants de toutes les parties et compte au total 37 membres : le président de l'AEMF Steven Maijoor, sa directrice exécutive Verena Ross, le président de chacune des autorités compétentes nationales des 28 Etats-membres de l'UE, un observateur de la Commission européenne, de la Norvège, de l'Islande et du Liechtenstein ; ainsi qu'un représentant de l'EBA, l'AEAPP et du CERS (ESMA, 2015). Ce conseil est présidé par Steven Maijoor, qui a également comme fonction de préparer les tâches du conseil durant lequel les travaux de l'ESMA sont orientés ; et les recommandations et avis sont adoptés.

Quant au conseil d'administration, celui-ci est composé du président de l'AEMF, de 6 membres et 6 suppléants élus parmi les membres du conseil des autorités de surveillance et par ceux-ci (ESMA, 2013) ; ainsi que de la directrice exécutive et un représentant de la CE, ces deux derniers y assistant sans bénéficier d'aucun droit de vote. Le rôle de ce conseil est de déterminer l'agenda de travail de l'AEMF, le budget, la politique du personnel ; la gestion de l'institution en général (idem).

Rôle de l'AEMF dans EMIR

Maintenant que nous avons énoncé le rôle général de l'AEMF dans le nouveau cadre réglementaire des marchés financiers européens, détaillons le rôle qu'elle joue dans EMIR. Même si les trois AES jouent un rôle dans la régulation et la surveillance des marchés des produits dérivés OTC, l'AEMF reste l'autorité de loin la plus impliquée.

Dans le règlement EMIR est stipulé les fonctions de chaque autorité. L'AEMF est en charge depuis la mise en application d'EMIR le 4 Juillet 2012 de :

- L'élaboration des standards techniques relatifs aux dispositions du règlement ;
- l'agrément et la surveillance des référentiels centraux ;
- La surveillance des CCP au travers sa participation dans les collèges de surveillance de chacune d'elles ;
- recommander à la Commission les différentes classes de produits dérivés OTC qui font l'objet d'une obligation de compensation, et d'en tenir un registre public à jour ;
- et s'assurer que le règlement soit mis en oeuvre chez tous les acteurs du marché des OTC, et appliquer des sanctions quand nécessaire.

L'AEMF et les référentiels centraux - L'AEMF est l'autorité en charge de l'agrément des référentiels centraux au sein de l'Union. Les RC doivent en premier lieu effectuer une demande d'agrément à l'AEMF. À partir du moment où toutes les informations nécessaires sont présentes dans la demande, l'AEMF dispose de 40 jours ouvrables pour accorder ou refuser l'agrément, qui prend effet le cinquième jour ouvrable suivant la décision qui a été prise (Règlement UE N° 648/2012, 2012). La liste des référentiels centraux agréés est tenue à jour par l'AEMF et est disponible sur son site internet ¹.

Pour exercer sa fonction de surveillance des RC, l'AEMF est l'autorité ayant le droit de demander aux RCs les renseignements requis pour remplir sa mission. Si l'AEMF le juge nécessaire, elle peut mener une enquête en accédant à tous les renseignements que les référentiels centraux sont chargés de tenir, en convoquant toute personne en lien avec l'enquête et même en menant des inspections dans les locaux RCs.

Dans le cas où certains éléments d'enquête montrent l'existence de faits susceptibles de constituer une infraction au règlement, l'AEMF désigne en son sein un enquêteur indépendant chargé d'éclaircir la situation indépendamment de l'AEMF. C'est sur base du rapport de l'enquêteur que l'AEMF décide s'il y a effectivement eu infraction ou non. Si dans l'exercice de sa fonction de surveillance l'AEMF constate qu'un référentiel central a commis une infraction, elle a comme possibilité d'action : exiger du référentiel central qu'il mette fin à l'infraction, lui infliger des amendes (article 65) en proportion de la gravité de l'infraction ainsi que du chiffre d'affaires du référentiel, émettre une communication au public à ce sujet ; et enfin, en dernier ressort, supprimer son agrément. L'AEMF facture aux référentiels centraux les coûts liés à l'exercice de ses fonctions à leurs égards : frais d'enregistrement et frais de surveillance.

1. <http://www.esma.europa.eu/page/Registered-Trade-Repositories>

L'AEMF sert aussi de substitut aux référentiels centraux dans le cas où, pour une certaine catégorie de produits dérivés, aucun RC n'ait été agréementé pour se charger de l'enregistrement des données relatives aux transactions menées impliquant cette catégorie de dérivés. L'ensemble de ces compétences sont repris dans le règlement EMIR.

L'AEMF et les contreparties centrales - Lorsqu'une contrepartie centrale fait une demande d'agrément pour compenser une certaine catégorie de produits dérivés à l'autorité compétente du territoire sur lequel elle souhaite exercer, et que cette demande est acceptée, l'autorité compétente le notifie à l'AEMF. Le premier rôle de l'AEMF en relation avec les contreparties centrales est de déterminer dans un délai de 6 mois à compter de la réception de la notification si cette catégorie de dérivés doit être soumis à une obligation de compensation (Règlement UE N°648/2012, 2012). Il est important de distinguer le fait que certains produits dérivés peuvent être compensés dans certaines contreparties centrales, sans que les utilisateurs finaux de cette catégorie de dérivés ne soient obligés de le faire.

L'AEMF participe également au collège de supervision de chaque contrepartie centrale. Son second rôle est donc la supervision directe des contreparties centrales, notamment en évaluant sur une base régulière si les contreparties centrales répondent aux exigences et dispositions prévues par le règlement EMIR.

La supervision d'une application harmonieuse du règlement - Afin d'éviter les double-emplois et les conflits de lois, l'AEMF est en charge de s'assurer de l'harmonisation et la cohérence des RTS entre elles et, au mieux de sa capacité, avec les dispositions de protection contre le risque systémique mises en place dans les autres régions du monde (Règlement UE N°648/2012, 2012). Elle s'occupe de s'assurer que l'implémentation des standards techniques et directives d'EMIR dans les lois nationales soient conformes à la version adoptée par le Conseil et le Parlement européen et que cette implémentation soit harmonieuse entre les états-membres afin d'éviter toute arbitrage réglementaire de la part des acteurs (Ross, 2012).

3.2 L'Autorité Bancaire Européenne

Le rôle de l'ABE dans le SESF

L'ABE est une des autorités des ASE (autorités de surveillance européenne) en charge de, au

même titre que l'AEMF, maintenir la stabilité financière dans l'UE ; mais également l'efficience et le bon fonctionnement du secteur bancaire ; à la différence de l'AEMF qui oeuvre pour le bon fonctionnement des marchés financiers.

Même si ce sont les autorités nationales qui sont responsables de la surveillance des institutions financières installées sur leur territoire, l'ABE a pour fonction d'améliorer le fonctionnement du marché intérieur en assurant une réglementation appropriée et harmonisée du système bancaire au niveau européen (ABE, 2015).

La tâche essentielle de l'ABE est de participer à la création d'un recueil réglementaire unique dans l'industrie bancaire en élaborant des normes techniques contraignantes et d'orientations destinées aux établissements financiers dans toute l'UE (idem). L'ABE joue aussi deux autres rôles majeurs : encourager la convergence des procédés de surveillance des institutions financières entre les autorités compétentes de chaque état-membre, et l'évaluation des risques et fragilités dans le secteur bancaire européen (idem) au travers des simulations de crise européenne.

L'ABE et EMIR

L'ABE, conjointement avec le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) et après avoir consulté l'AEMF, élabore les standards techniques réglementaires relatifs aux exigences de capitale des contreparties centrales (Règlement UE N°648/2012, 2012). C'est le seul domaine dans lequel l'ABE est l'acteur central dans l'élaboration des normes techniques.

L'ABE est consultée par l'AEMF pour la rédaction des normes techniques de réglementation relatifs (Règlement UE N°648/2012, 2012) :

- aux procédures de gestion du risque et à la détermination des actifs considérés assez liquides et assez peu risqué que pour être éligible en tant que garantie (article 41),
- à la fréquence des simulations de crise auxquels les mécanismes de protection des CCP contre les défaillances font l'objet, le type d'essai à réaliser par type d'instruments financiers dérivés et les échéances à respecter pour les simulations (article 49).

mais n'est pas l'institution la plus impliquée pour ces domaines.

3.3 L'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles

Le rôle de l'AEAPP dans le SESF

L'AEAPP (l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles) a pour rôle de prémunir contre le risque systémique en ce qui concerne les assurances et les pensions professionnelles. Comme pour les autres AES, l'AEAPP oeuvre pour la stabilité et l'efficacité du système financier, mais n'agit que dans le domaine des entreprises d'assurances et de réassurances, des conglomérats financiers, des institutions de retraite professionnelle et des intermédiaires d'assurance (Règlement UE N° 1094/2010, 2010).

Les fonctions de l'AEAPP sont (idem) : (1) protéger les intérêts des assurés, des adhérents aux régimes de pension, (2) de participer à l'élaboration des RTS et de surveiller le marché dans son domaine de compétence, Tâches et compétences de l'AEAPP, (3) ériger une base de données en autorisant l'accès aux institutions financières propres à son domaine de compétence.

L'AEAPP et EMIR

Le seul rôle de l'AEAPP prévu par le règlement EMIR (2012) est de contribuer à l'évaluation par l'AEMF des dispositifs de régime de retraite éligibles à l'exemption de l'obligation de compensation, et d'émettre un avis sur les raisons pour lesquelles une entité serait exemptée.

3.4 Le Comité Européen du Risque Systémique

Le rôle du CERS dans le SESF Le CERS est responsable de la surveillance macroprudentielle du système financier au sein de l'Union (Règlement UE N° 1092/2010, 2010) et participe à son niveau à la réduction du risque systémique dans l'Union. Il complète la surveillance microprudentielle effectuée par les AES afin d'assurer une stabilité financière de l'Union et un fonctionnement harmonieux du marché intérieur. Afin d'assurer sa mission, le règlement UE N° 1092/2010 (2010) charge le CERS *"d'identifier les risques systémiques et de les classer par ordre de priorité, émettre des recommandations concernant les mesures correctives à prendre"*

pour faire face aux risques identifiés comme importants, et de coordonner ses actions avec les organisations financières internationales comme le FMI et le CSF.

22.

Le CERS et EMIR

Le règlement EMIR (2012) accorde plusieurs rôles au CERS dans son champs d'application :

- (1) Il est chargé de conseiller l'AEMF quant à l'élection des catégories de produits dérivés qui doivent être soumis à l'obligation de compensation, ainsi que la date à laquelle l'obligation devrait être effective.
- (2) Toujours dans ce domaine, le CERS doit aussi conseiller l'AEMF sur les seuils de compensation à partir desquels les contreparties sont soumis à une obligation de compensation.
- (3) Conjointement avec l'ABE et le SEBC, le CERS avise l'AEMF sur les titres pouvant être apportés en collatéral.

4 Mécanismes de couverture contre le risque systémique

Pour remplir son objectif de réduction du risque systémique qu'engendre l'instabilité et le risque de contrepartie inhérent aux marchés des produits dérivés de gré à gré, EMIR instaure quatre grands principes : (1) l'obligation de compensation de certaines catégories de produits dérivés standardisés, (2) l'obligation de reporting de tous les contrats dérivés qu'ils soient standardisés ou non, (3) des exigences de limitation des risques bilatéraux pour les contrats dérivés non sujets à l'obligation de compensation, et (4) des exigences pour les contreparties centrales et pour les référentiels centraux.



La compensation se fait auprès de contreparties centrales alors que le reporting des transactions impliquant les produits dérivés se fait auprès des référentiels centraux. Les techniques d'atténuation des risques pour les contrats non compensés s'effectuent, elles, par chacune des contrepartie et entre les deux contreparties à un contrat. Cette section présente le coeur d'EMIR et la manière dont les directives qu'elle impose permettent la réduction du risque systémique lié aux marchés des produits dérivés.

4.1 L'obligation de compensation et les contreparties centrales

4.1.1 L'obligation de compensation

Les acteurs concernés par l'obligation de compensation

Toutes les contreparties financières (CF) sont concernées, ainsi que les contreparties non-financières (CNF) répondant à certains critères. EMIR précise quelles entités sont considérées

comme financières et définit donc les contreparties non-financières comme toutes celles n'étant pas reprises dans la catégorie des CF. L'article 2 du règlement EMIR reprend l'ensemble des entités considérées comme contrepartie financière. On y compte les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et de réassurance, les OPCVMs, les institutions de retraites professionnelles et enfin les fonds d'investissement alternatif (Règlement UE N°648/2012, 2012). Jusque fin Août 2015, les fonds de pension sont exemptés de l'obligation de compensation (Commission européenne, 2015). La raison de cette exemption est qu'une obligation de compensation telle que prévue pour les autres acteurs demanderait un montant conséquent de cash. Étant donné que les fonds de pension ne tiennent que peu de cash et qu'ils ne possèdent que peu de titres liquides, ceux-ci devraient substantiellement changer leur modèle d'affaire et impacterait donc plus que significativement les revenus de ces institutions (idem). Une demande de la Commission a été introduite pour que cette exemption soit prolongée de deux ans.

Comme l'obligation de compensation ne peut pas s'appliquer à tous les participants de marché sans distinction aucune (chacun d'eux n'ayant pas les mêmes capacités opérationnelles ou de liquidité pour faire face aux contraintes inhérentes à la compensation des produits dérivés (banque-france, 2013)), toutes les CNF ne sont pas concernées. L'obligation de compensation s'applique seulement pour les CNF dont le montant agrégé de ses expositions pour une certaine catégorie de produits dérivés dépasse un certain seuil prédéfini (en valeur notionnelle) dans le règlement EMIR.

Catégories	Seuil de compensation
Dérivés de crédit	€ 1 milliard
Dérivés d'action	€ 1 milliard
Dérivés de taux d'intérêts	€ 3 milliards
Dérivés de change	€ 3 milliards
Dérivés de matières premières et autres	€ 3 milliards

Dès qu'une CNF dépasse le seuil pour une catégorie de produit dérivé donnée, elle doit en informer l'AEMF et faire compenser ses positions dans la catégorie concernée auprès d'une CCP (AMF, 2014).

Le total des positions prises par catégories s'effectuent au niveau du groupe entier et non pas par entité juridique distincte (filiale) d'un groupe. Seules les positions prises sans lien avec la couverture d'un risque lié à l'activité de l'entreprise doivent être prises en compte dans le cal-

cul (AMF, 2014). Lorsque les deux contreparties à une opération concernent deux filiales d'un même groupe, celles-ci peuvent, avec l'autorisation de l'autorité nationale compétente, déroger à l'obligation de compensation.

Les catégories de produits dérivés soumises à l'obligation de compensation

Au même titre que tous les utilisateurs ne sont pas concernés par l'obligation de compensation, toutes les catégories de produits dérivés ne sont pas concernées par ces exigences. L'élection des catégories de dérivés à compenser commence lorsqu'une contrepartie centrale est agréée par une autorité nationale compétente pour la compensation d'une catégorie particulière (Règlement UE N°648/2012, 2012). Une fois l'agrément accordé, l'AEMF a 6 mois pour déterminer si cette catégorie doit faire l'objet d'une obligation de compensation. Lorsque cette obligation de compensation pour cette catégorie est jugée nécessaire, l'AEMF élabore des standards techniques liés à la compensation de cette catégorie, avant de les soumettre à la Commission pour adoption. Jusqu'à présent, seuls les Swaps de taux et les CDS ont été évalués comme devant être sujet à une obligation de compensation (Clifford Chance, 2015). L'adoption des standards techniques relatifs à l'obligation de compensation de ces deux catégories est attendue pour fin 2015.

Quand faut-il commencer à compenser les produits dérivés soumis à l'obligation de compensation ?

En fonction de leur nature ainsi que de leur importance sur le marché des catégories de produits dérivés concernés, les acteurs de marché doivent faire compenser leurs produits dérivés à des dates différentes ultérieures à l'entrée en vigueur des standards techniques relatifs aux catégories de dérivés. Les directives d'EMIR divise en quatre catégories les participants de marchés (Collette et Collet, 2014) :

- **Catégorie 1** : reprenant les membres compensateurs des contreparties centrales agréées. Cette catégorie doit commencer à faire compenser ses produits dérivés six mois après l'entrée en vigueur des RTS.
- **Catégorie 2** : reprenant les contreparties financières et fonds d'investissement alternatif n'étant pas membre compensateur et qui appartiennent à un groupe pour lequel le montant notionnel en fin de mois moyen agrégé des produits dérivés non compensés sur une période de trois mois dépasse le seuil des huit milliards d'€. Pour cette catégo-

rie, l'obligation de compensation commence 12 mois après l'entrée en vigueur des RTS relatifs aux catégories qu'ils concernent.

- **Catégorie 3** : reprenant les fonds d'investissement alternatifs qui ont un faible niveau d'activité dans les contrats dérivés non compensés et qui n'appartiennent ni à la catégorie 1 ni à la 2. Pour cette catégorie, l'obligation de compensation commence 18 mois après l'entrée en vigueur des RTS.
- **Catégorie 4** : reprenant les contreparties financières dépassant le seuil de compensation mais n'appartenant à aucune des trois premières catégories. L'obligation de compensation commence 36 mois après l'entrée en vigueur des standards techniques.

Le frontloading requirement - Les dates effectives d'obligation de compensation sont expliquées dans la sous-section précédente. Cependant, le "frontloading requirement" impose de compenser certains produits dérivés jugés soumis à l'obligation de compensation lorsque certaines conditions sont réunies. Le frontloading requirement (FLR) requiert de compenser les produits dérivés qui (Norton Rose Fulbright, 2014) :

- ont été déclarés soumis à l'obligation de compensation par l'AEMF,
- ont été générés entre le moment où l'AEMF a reçu la notification de la part d'une autorité nationale compétente informant de l'agrément donné à une CCP pour compenser la catégorie de produits dérivés et la date à laquelle l'obligation de compensation entre en vigueur.

Ce FLR tel qu'il est présenté est fortement critiqué par l'industrie financière. En effet, l'incohérence du fait qu'il faille "pré-compenser" les produits dérivés soumis à l'obligation de compensation avant que les délibérations sur le caractère obligatoire de la compensation d'une catégorie de produit dérivés soient achevées perturbe les participants de marché. *"l'incertitude quant à quelles catégories de dérivés seront effectivement soumis à l'obligation de compensation et l'incertitude quant à la longueur de la période de frontloading ont créé une incertitude juridique sur le statut des contrats dérivés OTC qui ont été générés après l'agrément de la CCP et une impossibilité de pricer correctement ces transactions"* (Norton Rose Fulbright, 2014). En effet, le FLR impose de compenser les produits dérivés soumis à l'obligation de compensation

Pour remédier aux problèmes énoncés par les participants, l'AEMF suggère de (Maijoor, 2014) :

1. séparer la période de frontloading en deux périodes succinctes :
 - la période 1 partant de la notification à l'AEMF jusqu'à la date de publication des RTS au Journal Officiel de l'Union Européenne,
 - et la période 2 allant de la publication des RTS au JOUE jusqu'à la date de de l'obligation de compensation effective.
2. que les produits dérivés contractés durant la période 1 ne serait plus soumis au FLR ;
3. alors que ceux contractés durant la période 2 le seraient toujours si la durée résiduelle du contrat au moment de l'application de l'obligation de compensation pour cette catégorie dépasse un certain seuil.

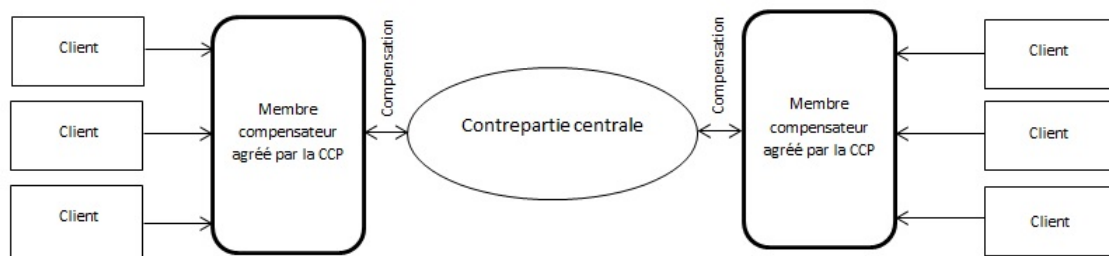
Les swaps de taux et les dérivés de crédit dont la maturité résiduelle au moment de l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation pour ces contrats est de 6 mois sont soumis au frontloading. Les options et futures sur taux d'intérêt ne sont pas élu pour l'obligation de compensation et ne sont donc pas soumis au frontloading requirement.

4.1.2 Les contreparties centrales

Le règlement UE n° 648/2012 (2012) définit une contrepartie centrale comme *"une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur"*. Ainsi, la contrepartie centrale à une transaction assure les flux financiers prévus dans un contrat dérivé entre deux contreparties lors de son initiation ; en assumant le risque de défaut des contreparties en mettant en œuvre des mécanismes d'absorption des pertes, réduisant ainsi le risque systémique découlant du défaut d'un acteur de marché. Cette section est consacrée à l'étude de ces mécanismes d'absorption des pertes potentielles prévues par les contreparties centrales.



Lorsqu'un acteur de marché veut faire compenser ses produits dérivés (et sera donc nommé dans ce cas-ci "client") par une contrepartie centrale, il est tenu de passer par un intermédiaire qui a été au préalable agréé par cette contrepartie centrale à traiter avec celle-ci. Cet intermédiaire est appelé dans ce processus "membre compensateur". Les entités en relation directe avec les contreparties centrales doivent satisfaire à une série d'exigences de capacité de gestion des risques, des nécessités opérationnelles, et répondre à des exigences de solidité financière. Ces conditions strictes sont destinées à assurer le bon déroulement des mécanismes d'absorption des pertes, expliqués plus tard dans cette même section. Un membre compensateur, une fois habilité à traiter avec une CCP, peut réaliser des transactions de compensation avec la CCP soit pour son propre compte, soit pour le compte d'utilisateurs finaux : les clients. Un membre compensateur agréé à traiter directement avec une contrepartie centrale ne l'est pas forcément pour une autre CCP, il doit répondre aux exigences opérationnelles et aux exigences de contribution aux fonds de défaillance pour chacune des contreparties centrales avec lesquelles ils souhaitent opérer.



Depuis quelques années, les systèmes des contreparties centrales peuvent interagir entre eux afin de permettre aux contreparties un meilleur matching de leurs ordres. Plus concrètement, un membre compensateur effectuant un achat de titre qu'il compense auprès d'une contrepartie centrale X pourrait se retrouver appariée à un membre d'une contrepartie centrale Y vendant ces titres, dans le cas où ces deux contreparties centrales ont conclu ce qu'on appelle un accord d'interopérabilité (Aigrain, 2013). Lorsque deux contreparties centrales passent un accord d'interopérabilité, celles-ci deviennent les contreparties l'une de l'autre d'une façon similaire à la relation qu'ils exécutent avec leurs membres compensateurs respectifs (idem). Ce type d'accord entre deux CCP est cependant réglementé sous EMIR et les CCP souhaitant établir une interopérabilité entre leurs deux entités doivent respecter certaines exigences en ce qui concerne

la gestion des risques et l'établissement des marges entre contreparties centrales repris dans l'article 52 et 53 du règlement.

29.

Mécanismes internes aux CCP destinés à réduire le risque de contrepartie

Les contreparties centrales sont des organisations fortement exposées au risque de contrepartie, et par conséquent au risque de marché dans le cas où un membre adhérent fait défaut (Tucker, 2013). Depuis que les autorités ont fait part de leur engagement à ne plus venir en aide aux banques et aux opérateurs en cas de problèmes de solvabilité et que les pertes seraient donc imputées aux créanciers, ces risques sont réels (idem). Les contreparties centrales ont donc tout intérêt à déployer des mécanismes de couverture efficaces et de répondre aux exigences de manière la plus stricte pour limiter les probabilités de défaut.

Les dispositions à respecter par les contreparties centrales sont de plusieurs catégories (Règlement UE N°648/2012, 2012) :

- les exigences opérationnelles,
- les exigences en termes de gouvernance et de supervision, et
- les exigences prudentielles.
- les exigences de capital et de réserves,

Quand une contrepartie centrale envisage d'exercer une activité de compensation, elle transmet une demande d'agrément à l'autorité compétente de leur territoire. Dans les 30 jours suivants cette demande, l'autorité crée et dirige un collège de supervision. En parallèle, et ce dans les 4 mois suivants la demande d'agrément, l'autorité compétente examine la demande et envoie un rapport au collège. Sur base de ce rapport, le collège donne un avis conjoint jugeant du respect ou non des exigences de la part de la CCP, lui octroyant ou non le droit d'exercer. A une certaine fréquence, chaque année par exemple, l'autorité compétente du territoire sur lequel exerce la CCP procède à la réévaluation de ces exigences et en informe du résultat le collège.

Lorsqu'une CCP a été évaluée comme non-conforme lors d'une des réévaluations, l'autorité compétente exige que les mesures nécessaires soient apportées dans les délais et, si le temps imparti n'a pas été respecté, envisage de retirer l'agrément de la CCP.

Ce collège a plusieurs rôles : l'octroi de l'extension des activités et des services de la CCP (ac-

corder le droit de compenser de nouvelles catégories de produits dérivés par exemple), émettre un avis conjoint sur la conformité des CCP aux exigences les concernant, octroyer ou refuser la demande d'exercer d'une CCP après avoir analysé et évalué sa demande d'agrément ; et est en droit de retirer l'agrément d'une CCP lorsqu'il le juge nécessaire. Ce collège est composé des autorités du surveillances de toutes les parties prenantes les plus concernées par les activités de la CCP afin de protéger les intérêts de chacun pour appliquer une surveillance la plus neutre possible et donc la plus socialement profitable (Règlement UE N°648/2012, 2012) :

- l'AEMF,
- l'autorité compétente du pays dans lequel la CCP exerce,
- les autorités compétentes des pays des trois plus gros membres compensateurs de la CCP,
- les autorités compétentes des plate-formes de négociation à laquelle la CCP fournit ses services,
- et les membres concernés du Système Européen des Banques Centrales (SEBC).

Si elle ne répond pas aux exigences prévues, la contrepartie centrale devra faire en sorte de se plier aux dispositions prévues afin d'être agréementée.

Exigences opérationnelles

Les contreparties centrales sont tenues de répondre à certaines exigences opérationnelles. Ainsi, les CCP doivent disposer d'une structure organisationnelle claire et transparente ; et mettre en application des méthodes adaptées et efficaces de détection et de gestion des risques auxquelles elles pourraient être exposées. Aussi, l'organisation hiérarchique de la gestion des risques doit être clairement distincte de celle de leurs autres activités, les systèmes et procédures inhérentes à chacune d'elles également. Comme toute entreprise, les CCP sont soumis a des audits indépendants, mais de manière plus fréquentes que sur base annuelle ; les rapports sont directement disponibles pour les autorités compétentes. Toutes ces dispositions sont vérifiées et jugées par l'autorité compétente et par le collège de supervision de la CCP au moment de la demande d'agrément d'une CCP, mais également revérifiées à une fréquence déterminée par l'autorité compétente du pays de la CCP.

Sur base des recommandations du comité des risques, une contrepartie centrale rend disponible les conditions à satisfaire par les membres compensateurs afin que ces derniers soient

admis pour la compensation. Ces critères sont définis par catégories de produits dérivés et doivent garantir que *les membres compensateurs ont les ressources financières et les capacités opérationnelles suffisantes pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation à une contrepartie centrale* (titre IV chapitre 2 article 37 règlement UE No 648/2012, 2012). Le respect de ces critères par les membres compensateurs sont réexaminés au moins une fois par an par les contreparties centrales. Il est nécessaire de définir des conditions de participation étant donné que tous les participants de marché n'ont pas les mêmes capacités opérationnelles pour gérer des appels de marges quotidiennement ; ou d'autres n'ont pas les liquidités suffisantes pour les honorer (Hervo, 2010).

Toujours au niveau des exigences opérationnelles des contreparties centrales, ces dernières doivent impérativement tenir un enregistrement des données ainsi qu'une comptabilité distincte par client afin de pouvoir facilement se rendre compte des positions agrégées par type de produit dérivé détenues par chacun des membres compensateurs indépendamment les uns des autres (UE N°648/2012, 2012). Lorsqu'un membre compensateur s'inscrit à une contrepartie centrale pour le compte d'un de ses clients, ce premier est tenu d'informer ses clients des deux ségrégations des comptes que celui-ci peut choisir ; et les prix de chacune de ces deux options. Il y a la méthode de la "ségrégation collective des clients" et celle de la "ségrégation individuelle des clients".

La ségrégation individuelle des clients implique de la part de l'intermédiaire de compensation (le membre compensateur) que les positions ainsi que les titres d'un client spécifique déposés en garantie sont enregistrés sur des comptes séparés des autres clients de la contrepartie centrale. Ce procédé permet, en cas de défaut du membre compensateur par lequel le client initial est passé, de transiter ses positions ET ses titres vers un autre membre compensateur de remplacement (Besnier, 2013). La ségrégation collective des clients, aussi appelé LOSC pour Legally Segregated Operationally Commingled (juridiquement séparé mais opérationnellement mélangé), permet uniquement de recouvrer l'équivalent en cash des titres déposés en tant que collatéral. Ce modèle fonctionne en plaçant les garanties des clients dans un même pool et rattaché au client au prorata de son exposition. Ce modèle ne permet donc pas de récupérer les titres en cas de défaut du membre compensateur, ce qui peut être problématique pour certains acteurs tels que les fonds UCITS pour lesquels la valeur en cash des titres ne leur permettraient

probablement pas de réacquérir ces titres dans un marché troublé (idem). Les membres compensateurs sont tenus d'informer leurs clients des deux options possibles, de leurs implications et de leur coût respectif (Règlement UE N°648/2012, 2012).

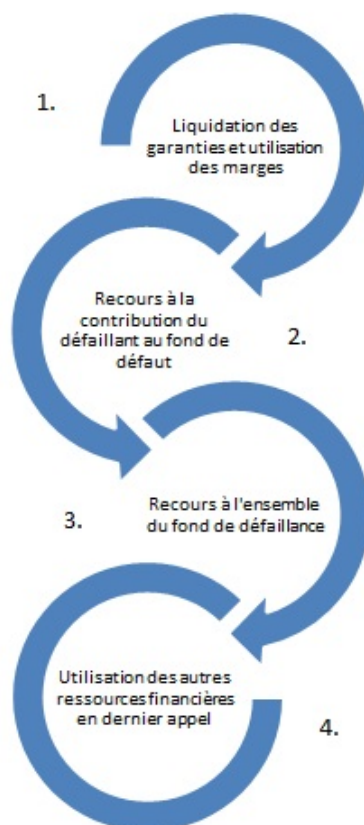
Exigences en termes de gouvernance et de supervision

La composition du conseil d'administration doit aussi répondre à certains impératifs. Au moins un tiers de ses membres doivent nécessairement être indépendants, avec un minimum de deux lorsque l'ensemble du conseil d'administration ne dépasse pas 5 membres (Règlement UE N°648/2012, 2012). La rémunération de l'ensemble des administrateurs doit être indépendante du chiffre d'affaire de la CCP, pour éviter toute incitation à la prise de risque.

Un comité des risques indépendant de la CCP est également formé. Celui-ci est composé de représentants de ses membres compensateurs et de ses clients, ainsi que d'administrateurs indépendants. Son rôle est de conseiller le conseil d'administration en ce qui concerne tous les sujets affectant la gestion des risques, comme les procédures lors de défaillances, la compensation d'autres classes de produits dérivés ou encore des modifications prises dans les modèles de risque (idem).

Exigences prudentielles

Ce sont les exigences prudentielles qui constituent le coeur des mécanismes de protection contre le risque systémique que permet la compensation des produits dérivés de gré à gré. Plusieurs procédés permettent d'absorber les pertes découlant de positions prises par les participants du marchés. Ces procédés, suite à des pertes plus ou moins importantes, sont "activés" en cascade et sont construits et approvisionnés de manière à pouvoir totalement amortir des pertes résultant d'une situation de crise "difficile mais réaliste". Dès qu'un échelon de protection ne suffit pas à absorber les pertes, le second échelon est activé ; et ainsi de suite.



Ces procédés sont présentés dans cette section dans le même ordre qu'elles sont activées en cas de pertes importantes sur les positions.

1. Exigence de marge - Dans le but de réduire leurs expositions de crédit vis-à-vis de chacun des membres compensateurs, les CCPS appellent et collectent des marges initiales au moment de l'initiation de la compensation d'un produit dérivé. Ces marges initiales doivent être suffisantes pour faire face à l'exposition potentielle future de la contrepartie centrale avec le membre compensateur découlant de la fluctuation des prix de ses positions. La CCP détermine le montant de la marge initiale, mais doit recourir pour son calcul à des modèles qui assimilent des facteurs tels que les caractéristiques de risque inhérentes aux produits compensés, la liquidité de ces marchés ou encore les conditions actuelles du marché (Règlement UE N°648/2012, 2012). Une fois la marge initiale déposée, les contreparties centrales réalisent des appels de marge pour les positions de ses membres compensateurs ayant réalisé des pertes au point de dépasser le niveau de marge minimum, et ce plusieurs fois par jour si nécessaire. Ces marges sont la première ligne de défense des CCP contre le défaut d'un membre compensateur.

Lorsque les marges initiales sont déposées sous formes de garanties par les membres compensateurs, celles-ci doivent répondre à certains critères pour être recevables. Ces collatéraux doivent être jugés très liquides et ne peuvent comporter qu'un risque minimal de crédit et de marché (Abouelfath & Pensec & Teuscher, 2013). La valorisation des actifs déposés comme garantie suit également quelques règles. Les contreparties sont tenues de faire subir une décote à la valeur de ces actifs afin de tenir compte de la perte de valeur potentielle de ces actifs en cas de revente précipitée et prévoit également le risque de liquidité causé par le défaut d'un acteur de marché (Règlement UE N°648/2012, 2012). L'actif sous-jacent à un contrat dérivé peut aussi être accepté comme garantie lorsque c'est adéquat et jugé raisonnablement prudent.

2. *Fonds de défaillance* - Ces fonds sont la deuxième ligne de défense des contreparties centrales et diminuent ainsi un peu plus le risque de propagation des pertes entre les participants de marché. Ces fonds sont alimentés par les membres compensateur eux-mêmes d'un montant proportionnel aux opérations compensées auprès de la contrepartie centrale, mais sans être inférieur à un montant minimum de contribution fixé par la CCP (Règlement UE N°648/2012, 2012). Une contrepartie centrale peut créer autant de fonds de défaillance que de types de produits dérivés qu'elle compense. EMIR (2012) prévoit qu'à tout moment, la taille des fonds de défaillance doit être telle que :

- elles puissent supporter les pertes résultantes de conditions de marché extrêmes mais plausibles,
- doivent être capable de supporter les pertes découlantes du défaut de son plus gros membre compensateur en termes d'exposition, ou
- doivent être capable de supporter les pertes engendrées par les défauts simultanés du deuxième et du troisième plus gros membres compensateurs, si la somme des expositions que la CCP a envers eux est plus importante que celle qu'elle a envers le plus gros compensateur seul.

En cas de défaut d'un MC, si la liquidation des marges du membre compensateur ne suffit pas à couvrir les pertes découlantes de son défaut, alors sa propre contribution aux fonds sera utilisée suivi de la contribution des autres membres compensateurs même si ceux-ci n'ont pas fait défaut. En aucun cas les marges des autres membres non-défaillants ne sont utilisées pour couvrir les pertes des défaillants.

3. *Autres ressources financières* - En plus des marges et des fonds de défaillance, les contreparties centrales détiennent des ressources financières préfinancées satisfaisantes pour soutenir les pertes potentielles excédant ces deux premiers mécanismes de couverture. Selon l'article 43 d'EMIR, ces ressources financières sont spécialement affectées et sont mises gratuitement à disposition de la contrepartie centrale. Le montant prévu dans les autres ressources financières doit être tel que la somme des fonds de défaillance et des autres ressources financières doit être au moins égal aux pertes qu'engendreraient le défaut des deux plus gros membres compensateurs d'une contrepartie centrale. Ces autres ressources financières ne comptent pas dans le calcul des exigences de capital d'une contrepartie centrale.

exigences de capital et de réserves

Les contreparties centrales, en plus des fonds de défaillances activés pour absorber les pertes en cas de défaut d'un membre compensateur, doivent tenir un capital et des réserves en proportion du risque inhérent à leurs opérations (et d'au minimum 7,5 millions d'€). Ces fonds sont suffisants pour *"permettre une liquidation des activités et pour faire face aux risques de crédit, de contrepartie, de marché, juridiques et opérationnels qui ne sont pas déjà couverts par des ressources financières spécifiques tels que les collatéraux et les fonds de défaillances"* (EU No 648/2012 article 16, 2012).

4.2 Les référentiels centraux et l'obligation de reporting

4.2.1 L'obligation de reporting

L'obligation de reporting améliore la transparence des marchés et permet au régulateur de :

- repérer les expositions systémiquement importantes et de les gérer si un défaut advient (Aigrain, 2013)
- de procéder à des simulations de crise (Hull, 2010).

Depuis le 14 Février 2014, la déclaration de toutes les transactions impliquant les produits dérivés - OTC ou standardisés - doit être effectuée auprès des référentiels centraux agréés. Les

deux contreparties d'une transaction doivent déclarer l'opération et doivent le faire, dans le cas où le contrat a été généré après le 14 Février 2014, au plus tard le jour suivant la transaction effective ou la modification du contrat établi entre elles. Toutes les transactions qui ont été contractées depuis l'entrée en vigueur d'EMIR le 16 Août 2012(AMF, 2014)

- et qui n'ont pas encore expirées au 12 Février 2014 doivent être déclarées dans les 90 jours suivants cette date,
- et qui ont échu avant le 12 Février 2014 doivent être déclarées endéans les trois ans à compter de cette date.

Comme les deux contreparties d'une transaction peuvent ne pas déclarer leurs opérations au même référentiel central, il faut pouvoir identifier facilement les transactions au travers un code d'identification unique (Règlement UE N° 1247/2012, 2012)). Par souci de cohérence, toutes les parties à un contrat dérivé doivent également être identifiable par un code unique. Les Legal Entity Identifiers (LEI) sont ces codes uniques (EIOPA, 2014). Pour être capable de déclarer, une entité doit être muni d'un LEI qu'elle peut obtenir en faisant la demande à un organisme spécialement affecté pour octroyer ces identifiants : les Legal Operating Units (LOU). Dans le cas où une entité n'aurait pas de LEI définitif, il peut sur demande au LOU obtenir en urgence un LEI provisoire.

Une fois détentricice d'un identifiant, une entité peut déclarer une transaction au travers une relation client-fournisseur avec un des référentiels centraux agréés par l'AEMF tel que DTCC derivatives repository Ltd.

Les données à déclarer et à conserver sont de deux natures : celles propres à la transaction en elle-même et celles propres à chacune des contreparties de celle-ci. Le détail des informations à fournir aux référentiels centraux sont repris dans les règlements EU No 1247/2012 et EU No 148/2013. Á titre d'exemple, doit être repris dans la déclaration la date de la transaction, les identifiants de l'entité, du membre compensateur si le produit doit être compensé et du bénéficiaire ; la catégorie de produit dérivé dont il est question (crédit, taux d'intérêt, taux de change, etc.), le type de produit dérivé (future, forward, option, etc.), acheteur ou vendeur, la valeur du contrat au prix de marché, quantité, sous-jacent ou encore le montant notionnel, pour ne prendre que quelques exemples (Règlement UE N° 1247/2012, 2012)(Règlement UE N° 148/2013, 2013).

Il existe des cas exceptionnels dans lesquels l'obligation de reporting ne s'applique pas. Ainsi, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et les branches centrales ne sont pas soumis à l'obligation de reporting dans le cas où leur contrepartie n'est pas, elle, obligée de reporter la transaction (Raynaud & Salvan, 2014). De même, les opérations effectués au sein d'une même entité juridique (au sein d'une même filiale et non d'un même groupe par exemple) ne doivent pas être rapportées à un référentiel central, ces opérations n'impliquant qu'une seule et même contrepartie (idem).

4.2.2 Les référentiels centraux

Les référentiels centraux (RC) sont des entreprises privées tenant de larges bases de données reprenant toutes les positions prises par tous les participants au marché des produits dérivés. À tout moment, les RCs peuvent déterminer les positions de tous les acteurs par catégorie et par classe de produit dérivé. Les données qu'ils enregistrent doit être conservée pour une durée de 5 ans suivant la termination du contrat.

4.3 Obligations d'atténuation des risques pour les produits non-compensés

Comme expliqué dans les sections précédentes, tous les produits dérivés de gré à gré ne sont pas soumis à l'obligation de compensation. Cependant, afin de réduire le risque de contrepartie de ces contrats et aussi limiter le risque systémique en découlant, les autorités européennes se sont engagées à développer des techniques de limitation des risques les concernant. Il y a quatre exigences principales à respecter (AMF, 2014) :

1. confirmation rapide des transactions ;
2. revalorisation journalière des contrats en cours ;
3. réconciliation et compression de portefeuilles, et règlement des disputes ;
4. échange de garanties.

Confirmation rapide des transactions des contrats de gré à gré

Depuis le 15 Mars 2013, le règlement EMIR impose que les dispositions et termes d'un contrat

dérivé OTC qui n'est pas compensé doivent être confirmés rapidement par des processus électroniques automatiques. Cette "confirmation" est un moyen de figer juridiquement les termes d'un contrat (AMF, 2014). En fonction du type de produit dérivé et du type de contrepartie, la notion de "rapidité" de la confirmation varie, et les délais pour effectuer la démarche sont différents :

Contrepartie 1	Contrepartie 2	Type de produit dérivé	Date	Délai de confirmation
CF ou CNF+	CF ou CNF+	CDS/Swaps de taux	Avant le 28/02/14	2 jours
			Après le 28/02/14	1 jour
		Dérivés sur action/FX/Commodity et autres	Du 31/08/13 au 31/08/14	2 jours
			Après le 31/08/14	1 jour
CF ou CNF	CNF-	CDS/Swaps de taux	Du 31/08/13 au 31/08/14	3 jours
			Après le 31/08/14	2 jours
		Dérivés sur action/FX/Commodity et autres	Du 31/08/13 au 31/08/14	4 jours
			Après le 31/08/14	2 jours

Source : AMF, 2014

Revalorisation journalière des contrats en cours

Depuis le 15 Mars 2013, les CFs et CNFs+ doivent revaloriser au prix du marché sur une base quotidienne la valeur de leurs contrats en cours. Les acteurs de marché concernés peuvent avoir recours à un modèle de valorisation pour déterminer la valeur de leurs contrats dans le cas où un prix de marché n'est pas disponible (FSMA, 2013). Ces modèles doivent être fiables et prudents.

Réconciliation et compression des portefeuilles, et règlement des disputes

(en vigueur depuis le 15/09/13)

Réconciliation des portefeuilles - La confirmation des transactions permet d'avoir des documents récapitulatifs sur les termes contractés sur les opérations effectuées par une contrepartie. Sur base de ces documents, les utilisateurs de produits dérivés doivent accomplir ce qu'on appelle une réconciliation des portefeuilles avec chacune des contreparties avec lesquelles un utilisateur a contracté un produit dérivé.

Réconcilier les portefeuilles consiste à comparer les portefeuilles de deux contreparties à un contrat dérivé afin de mettre en évidence les différences potentielles dans les données relatives à l'intégralité de leurs opérations, données telles que la maturité, les dates de paiement, les modalités de livraison/paiement, etc.

Le but de cette démarche est de déterminer toute mésentente sur un ou plusieurs termes importants d'un contrat dérivé (AMF,2014). Le rapprochement des portefeuilles doit être effectué (FSMA, 2013) :

1. pour les CFs et CNFs+ :
 - chaque jour lorsque les deux contreparties dépassent le seuil des 500 contrats dérivés entre elles ;
 - chaque semaine lorsque le nombre de contrats est compris entre 51 et 499 ;
 - chaque trimestre pour les portefeuilles de moins de 50 contrats.
2. si une des contreparties est une CNF- :
 - chaque trimestre lorsque le seuil de 100 contrats dérivés est dépassé
 - chaque année pour un portefeuille inférieur à 100 contrats.

Règlement des disputes - Le règlement EMIR impose que les contreparties à un contrat dérivé doivent se mettre d'accord, lors de l'initiation d'un contrat, sur des procédures et processus minutieux rendant possible (AMF,2014) :

- la reconnaissance et le suivi des désaccords relatifs à la valeur des produits dérivés mais également les désaccords concernant l'échange de collatéral entre les deux contreparties ;
- le traitement de ces désaccords dans un temps acceptable, avec des procédures spécifiques préalablement définies par les parties pour les désaccords durant plus de 5 jours ouvrables.

Compression des portefeuilles - Cette pratique consiste à identifier des positions dont les risques peuvent se compenser et à les remplacer par un nombre réduit de contrats tout en conservant la même exposition résiduelle. (AMF, 2014)

Les acteurs de marché possédant des positions dépassant 500 contrats avec une même contrepartie doivent prévoir des procédures pour réaliser cette compression de portefeuille sur une

base régulière (deux fois par an minimum) afin de diminuer le risque de contrepartie.

40.

La compression des portefeuilles est une mesure effective depuis le 15 Septembre 2013.

Échange de garanties

Le règlement EMIR prévoit l'échange d'une marge lors de la contraction entre deux parties d'un produit dérivé non soumis à l'obligation de compensation. Cette technique d'atténuation des risques est la seule pour laquelle les standards techniques de régulation n'ont pas encore été rédigés. Les AES (pour rappel l'AEAPP, l'ABE et l'AEMF) prévoient de mettre en oeuvre cette méthode progressivement entre Décembre 2015 et Décembre 2019 (AMF,2014).

Conformément à l'article 11 du titre II du règlement EMIR, les AES sont chargés de rédiger, sur base des consultations publiques tenues jusqu'en Juillet 2014, et de présenter à la Commission Européenne pour adoption des standards techniques de régulation définissant (EBA, 2014) :

- les procédures de gestion du risque de contrepartie ;
- les méthodes de marge ;
- les actifs éligibles en tant que garantie ;
- les procédures opérationnelles sur l'échange de collatéral ;
- les procédures concernant les exemptions intragroupes.

Troisième partie

Analyse

5 Impact sur les banques

5.1 L'impact qu'aura EMIR sur les banques en général

Alors que les directives d'EMIR et les exigences attendues des participants de marché ont été décrites dans la première partie de ce mémoire, l'objectif de cette deuxième partie est d'en étudier les impacts directs et indirects sur les institutions bancaires.

Les banques (mais également les autres participants de marché concernés) doivent calculer les conséquences d'EMIR sur leurs activités et leurs processus opérationnels et y réagir stratégiquement. Les acteurs ont dû faire face à des challenges opérationnels et organisationnels importants avant l'entrée en vigueur des premières mesures d'EMIR en Mars 2013 et en vue des autres exigences qui se profilaient ultérieurement (Price Waterhouse Cooper [PwC], 2013). Selon une étude (Cillia & Costerman & Maréchal & Sauvage, 2014), le coût réglementaire des banques entre 2010 et 2014 a augmenté chaque année de 20% pour les banques sans même prendre en compte les coûts d'opportunité de besoins en fonds propres plus élevés (idem). Les acteurs ont évalué que cette augmentation des coûts n'allaient pas diminuer avant au moins 2017 (idem).

Dans une étude réalisée par EY (2014), il a été évalué que les dépenses totales pour la mise en place d'EMIR jusqu'en 2013 seulement dans les banques filiales d'un pays comme le Luxembourg ont été de 700 000€ en moyenne (allant de 272 000€ à 1,5M€ pour les grandes institutions) et concordent avec les espérances de la plupart des banques ayant participé à l'étude. 20% d'entre elles ont cependant dû faire face à des coûts bien plus élevés qu'attendus (idem) du fait qu'elles se soient aperçues au fur et à mesure de leur immersion dans EMIR de nouvelles obligations qui les concernaient, ou parce-qu'elles se sont heurtées à des complications imprévues (Costermans & Galand, 2014). Ces coûts ne concernent que l'implémentation des processus et systèmes opérationnels uniquement pendant et avant 2013, et ne prend pas en compte les coûts réalisés après cette année ainsi que les coûts relatifs aux nouvelles pratiques de marché à respecter ; c'est-à-dire les coûts liés à la compensation et aux appels et aux dépôts de marge ainsi que ceux liés au reporting.

En termes de coûts d'implémentation et d'investissement de démarrage, EMIR est la réglementation la plus coûteuse pour les banques participant à l'enquête (Cillia et al., 2014), mais les coûts ultérieurs seraient par contre plus réduits purement au niveau opérationnel (sans prendre en compte les dépôts de marge)(idem).

Bien entendu, les coûts d'implémentation et de compliance avec EMIR diffèrent d'une banque à une autre en fonction de sa taille et de son activité, mais pas seulement, ces coûts dépendent également de la complexité de l'institution et sont fortement dépendants de (Sia Partners, 2014) :

1. La complexité des systèmes informatiques : les SI des banques doivent interagir avec les systèmes informatiques des contreparties centrales et des référentiels centraux. Les organisations ayant des sources hétéroclites de données et une informatique externalisée auront à faire face à des coûts plus élevés pour satisfaire aux exigences d'EMIR.
2. La complexité organisationnelle : les banques internationales avec un réseau complexe de filiales auront, proportionnellement aux autres banques, plus de coûts étant donné qu'EMIR applique de nouvelles exigences aux filiales.
3. La complexité de trading : comme les coûts relatifs à la collatéralisation des transactions, vont significativement augmenter avec EMIR et que les actifs éligibles en tant que garantie vont être moins disponibles, les organisations ayant développé des systèmes d'optimisation du collatéral et de gestion du collatéral à travers plusieurs contreparties centrales verront leurs coûts amoindris par rapport à ceux des autres institutions.
4. L'efficacité des structures réglementaires existantes : *"les organisations qui ont développé des pratiques de travail évolutives pour la compliance avec le Dodd-Frank Act sont plus susceptibles d'être plus efficaces dans le coût d'implémentation d'EMIR"* (Sia Partners, 2014).

De manière générale, les banques ont une opinion plutôt négative quant aux bénéfices d'EMIR sur leur gestion du risque, l'optimisation du capital ou certaines opportunités quant à l'offre de nouveaux services (Cillia et al., 2014). Ainsi, EMIR est assez mal perçue par l'industrie financière, de même que par les autres acteurs du marché. Ce phénomène provient du manque de clarté, de la complexité du règlement qu'implique la *publication progressive des standards techniques d'implémentation, les différentes dates d'entrée en vigueur ainsi que le large périmètre des entités concernées par EMIR*(Costermans & Galand, 2014).

Toujours selon l'étude réalisée par EY en 2014, 65% des intervenants ont mentionné que la difficulté de compréhension de la réglementation faisait parti des principaux défis à relever de la part des banques. La difficulté de son implémentation (idem) constitue également un challenge et les coûts inhérents sont évalués comme disproportionnés (particulièrement par les grandes banques) comparativement aux bénéfices retirés. Cependant, sans faire de généralisation pour toutes les plus petites institutions bancaires, la banque Degroof, elle, considère EMIR comme une opportunité d'augmenter ses parts de marché en proposant à ses clients d'être intermédiaire pour certaines exigences comme celle du reporting ; le tout pour un coût qui ne lui est pas démesuré (Annexe II, page 70 & 72). Il n'est pas rare que certaines banques ou autres intermédiaires proposent des services de reporting si les clients les utilisent comme premier broker ou utilisent leur gestion de portefeuille (Costermans & Galand, 2014). Il existe donc également des opportunités de marché suite à EMIR. Ces divergences d'opinions entre l'étude et le témoignage d'autres professionnels montrent qu'EMIR impacte les banques différemment selon les activités mais aussi selon la manière avec laquelle celles-ci décident de s'orienter dans ce nouveau cadre de réglementation des produits dérivés.

Autre que son implémentation au niveau opérationnel, le principal impact d'EMIR sur les banques concerne la liquidité (Annexe II, page 71). Comme expliqué dans la première partie, EMIR prévoit l'augmentation des exigences de marge pour diminuer le risque de contrepartie. Ces exigences de marges initiales et de marges de variation constituent un besoin en liquidité substantiellement plus élevé pour s'engager dans les produits dérivés. Les banques d'investissement qui originent des produits dérivés OTC pour leurs clients ou pour couvrir leur propres expositions devront s'adapter pour gérer un coup plus élevé de liquidité (EBA, 2015). Cette conséquence nécessite un investissement de la part des banques pour analyser le nouveau coût des produits dérivés et optimiser leurs stratégies d'utilisation des produits dérivés (PwC, 2013). Les critères stricts d'éligibilité de collatéraux va réduire la gamme de titres pouvant servir de garantie et entraînera une pénurie de collatéral de bonne qualité, ce qui nécessitera de la part des acteurs, et principalement des banques et des hedge funds, à déployer de nouveaux procédés de gestion du collatéral (idem).

5.1.1 Impact au niveau opérationnel

Avant toute décision d'implémentation de procédures et de systèmes, les acteurs de marché doivent déterminer sous quelle catégorie ces derniers tombent pour connaître les exigences auxquelles elles doivent satisfaire, ce qui implique de la part des acteurs l'élaboration d'un volet légal pour répondre à cette question (Costermans & Galand, 2014). Les exigences étant variables selon le type d'institution, le type de produit dérivé utilisé et l'activité de l'entité (intermédiaire ou utilisateur pour compte propre), il est important de prêter une attention particulière à son statut. De plus, les intervenants de marché ont fait face à quelques difficultés pour déterminer leur statut. La complexité et le manque de clarté du règlement en est la principale cause. Comme l'a fait remarquer lors de l'interview Monsieur Jean-Paul Rousseau (Annexe IV, page 80), Director of Financial Markets & Infrastructures, certains participants de marché n'étaient pas au courant qu'ils entraient dans le scope d'EMIR et que ce règlement ne s'appliquaient qu'aux banques. Il est même arrivé que plusieurs banques travaillant avec un même client n'ait pas la même perception quant au statut du client.

Par la suite, les banques (et autres acteurs) doivent mettre en place au préalable à l'entrée en vigueur des obligations de reporting et des obligations de compensation des systèmes et processus opérationnels. Les banques, avec leurs clients, doivent prévoir des accords adéquats et déployer des systèmes internes qui permettront de répondre aux exigences (Costermans & Galand, 2014) , comme par exemple créer un système qui récoltera systématiquement toutes les données de chaque transaction avec les clients de la banque et les transmettre au bon format à un référentiel central. Des accords entre les intermédiaires (souvent des dealers et des banques) et les référentiels centraux doivent être établis et une connexion entre leurs systèmes doit être mise sur pied. Les banques intermédiaires dans le processus de compensation doivent s'acquitter de nombreuses obligations afin d'être reconnues par une contrepartie centrale et ainsi devenir membre compensateur. Une fois agréé par une CCP, la banque adhérente doit établir des ponts au niveau des systèmes informatiques entre le client et la contrepartie centrale, ce qui de nouveau implique des coûts de mise en oeuvre.

5.1.2 Impact des exigences de marge

À tout moment, les banques ont le choix quant au montant total des titres liquides qu'elles conservent afin de les utiliser comme garantie pour une opération de couverture ou de financement (Vuillemeys, 2015). Hors, si les exigences de collatéral augmentent pour ces opérations de couverture, une banque doit choisir entre (1) conserver plus de titres liquides et donc accepter un coût d'opportunité plus élevé, (2) réduire ses opérations de couverture ou (3) réduire ses capacités de prêts qui demandent eux aussi d'être collatéralisés (idem). Chacune des trois options ont un coût variable en fonction des institutions mais aussi de l'environnement de marché. Si par exemple l'activité de prêt à une période donnée est lucrative et présente un rendement marginal élevé, le coût d'opportunité de collatéralisation des produits de couverture sera particulièrement important étant donné que les titres utilisés en collatéral des opérations de couverture ne peuvent pas être utilisés pour les opérations de prêts, diminuant l'activité de financement de l'institution. De même, la valeur marginale des collatéraux diffèrent d'une banque à une autre. Les petites banques disposant de moins de liquidité ont ainsi une valeur marginale élevée pour ses collatéraux et choisir un niveau de prêts moins élevés lui coûterait proportionnellement plus cher qu'une grande banque disposant de plus de liquidité et donc ayant une valeur marginale plus faible pour ses collatéraux. (Vuillemeys, 2015)

5.2 Impact de l'obligation de compensation

Encore une fois, l'impact de l'obligation de compensation sur les banques varie en fonction de l'activité de celles-ci.

1. Les grandes institutions qui se positionnent comme membre compensateur, c'est-à-dire qu'elles vont entrer en relation directe avec les CCP pour faire compenser leurs propres transactions et celles de leurs clients, doivent logiquement mieux se préparer et sont plus impactées que les autres participants de marché.
2. Quant à elles, les plus petites institutions utilisant des produits dérivés soumis à l'obligation de compensation mais qui ne peuvent pas se permettre de répondre aux exigences des CCP seront aussi impactées, mais d'une différente manière.

(1) Comme grande banque positionnée en tant que membre compensateur et par qui les autres acteurs de marché concernés passeront pour faire compenser leurs produits dérivés, on peut retrouver les banques BNP Paribas, Goldman Sachs, Citigroup, Deutsche Bank, ABN Amro, HSBC, etc. et souvent leurs filiales respectives actives dans le trading de produits dérivés (CME Group, 2015). Ces banques sont impactées de deux manières :

- en devant satisfaire aux exigences des contreparties centrales avec lesquelles elles traitent et en fournissant le service d'intermédiaire
- en devant satisfaire aux exigences inhérentes à l'obligation de compensation pour ses propres produits dérivés.

Les exigences de participation à une contrepartie centrale - Les critères à remplir afin de pouvoir traiter directement avec une CCP sont de trois natures : (1) les exigences opérationnelles, (2) les exigences en terme de contribution aux fonds de défaillance et (3) des exigences de solidité financière. Ces exigences sont propres à chaque contrepartie centrale et chaque membre compensateur doit satisfaire aux critères de chacune des CCP avec lesquelles il veut traiter pour avoir accès au service de compensation de cette dernière. Pour couvrir l'ensemble des règles que pourraient exiger une CCP, basons-nous sur les exigences que la contrepartie centrale CME Clearing group demande à ses membres compensateurs de remplir. Les pré-requis afin d'être agréé en tant que membre compensateur auprès de cette contrepartie centrale sont (CME Group, 2015) :

- de fournir un représentant du membre compensateur pour le représenter devant la contrepartie centrale et ses comités,
- doit démontrer une capacité immédiate à s'engager sur les marchés de produits dérivés et d'avoir des capacités de gestion des risques appropriées au type de contrat dérivé qu'il souhaite compenser,
- doit contribuer au fond de défaillance d'un montant minimum de \$ 5 000 000, montant qui augmente proportionnellement à l'exposition que le membre compensateur détient auprès de la CCP. Cette somme est en tout temps disponible pour CME Group en cas de nécessité de recours au fond de défaillance
- doit disposer de procédures prudentes de gestion des risques
- doit démontrer une certaine intégrité morale et fiscale,
- doit se porter garant et assumer la responsabilité pour toutes les transactions transitant par lui-même,

— doit être en ordre pour toutes les régulations auxquelles le membre compensateur est soumis

Une fois un intermédiaire agréé en tant que membre adhérent par le comité de la CCP, celui-ci doit mettre en place une solution permettant de faire un lien informatiquement avec la CCP de manière à pouvoir faire face à des appels de marge intra-journaliers et échanger les informations nécessaires à l'exercice de l'activité de la CCP. La banque adhérente doit également être capable de fournir les services de ségrégation collective et individuelle des clients et donc de mettre en place une comptabilité le permettant. Dans son choix de contrepartie centrale, une banque souhaitant offrir des services d'intermédiation à la compensation doit veiller, pour limiter ses coûts et les coûts de ses clients en termes de collatéral, à prêter une attention particulière aux titres que la CCP permet d'utiliser en tant que garantie. En effet, la pénurie de quelques types de collatéral est régulièrement mentionné. À l'idéal pour les clients, une CCP devrait pouvoir accepter un large panel de collatéraux tels que des obligations d'entreprise, des obligations d'Etat, de l'or ou encore des actions (Besnier, 2013).

Outre les coûts liés à la position de membre compensateur, les banques ayant ce rôle ne sont bien évidemment pas exemptées des coûts propres à la compensation de leurs propres produits dérivés expliqués ci-dessous.

(2) Les utilisateurs finaux de produits dérivés soumis à l'obligation de compensation et qui n'ont pas un accès direct à une contrepartie centrale sont tenus de passer un contrat avec des membres compensateurs afin que ceux-ci leur permette la compensation de leurs produits. En fonction des exigences de marge initiale et d'appels de marge de la CCP, le membre compensateur va demander au client l'apport de ces marges afin de ne pas subir un gap de liquidité (Annexe II, page 71). Le règlement EMIR impose aux contreparties centrales d'exiger une pondération de risque minimum pour les transactions des clients des membres compensateurs d'au minimum 2% pour les transactions compensées si les clients sont l'option de la ségrégation individuelle et de 4% pour les clients ayant opté pour une ségrégation collective des clients (Besnier, 2013). Ce sont les plus petites institutions qui sont les plus impactées étant donné le coût d'opportunité élevé pour ces entités qui possèdent moins de liquidité que les moyennes et larges banques.

Une conséquence qui incombe à tous les participants est la mise sur pied de processus de valorisation qui devront être améliorés pour (Sia Partners, 2014) : "*valider et anticiper les va-*

lorisations fournies par les CCP et donc les appels de marges associés, calculer les appels de marges et optimiser le collatéral.

49.

À nouveau, ce coût est important pour les plus petites institutions qui ne peuvent bénéficier d'économies d'échelle en répartissant le coût de ces nouvelles infrastructures et du développement de nouveaux modèles sur de larges volumes. En réaction à ces coûts relativement élevés, certains acteurs pourraient ne plus recourir aux produits dérivés pour couvrir leurs risques de marché (Annexe IV, page 80).

5.3 Impact du reporting

L'obligation de reporting incombe à tous les utilisateurs de produits dérivés sans exception aucune. De la part des acteurs de marché, cela implique de contracter un accord avec un intermédiaire de reporting ou directement avec un référentiel centrale (Costermans & Galand, 2014). Afin de pouvoir transmettre les données relatives aux transactions effectuées par une contrepartie, les utilisateurs doivent se munir auprès de Legal Operating Units d'un numéro d'identification unique : les LEI numbers (Legal Entity Identifier). Ces numéros permettent aux référentiels centraux de pouvoir retrouver facilement l'ensemble des expositions par catégorie de produits dérivés.

Les entreprises doivent se conformer à un certain format de reporting et à certains délais qui ont déjà été abordés dans la première partie de ce mémoire. Ces exigences de reporting ne sont pas sans conséquences pour les utilisateurs, ceux-ci doivent prévoir avant la date d'obligation de reporting de mettre en place des processus de collectes des données de qualité et de développer un système de transmission des données sécurisé et crypté entre l'entreprise et le référentiel central (Raynaud & Salvan, 2014). Les entreprises doivent également prévoir des tests de fiabilité de leurs systèmes de collecte de données afin de garantir leur exactitude.

Un autre point coûteux pour les entreprises car nécessite un lourd travail de recherche des données historiques est le fait de devoir rapporter les données relatives aux transactions qui ont été contractées depuis la mise en vigueur du règlement EMIR le 16 Août 2012 et pour lesquels les processus automatisés de collectes des données n'étaient pas encore imposés (idem).

Ce sont les CNF qui sont les plus impactées par l'obligation de reporting. Pour permettre d'éviter autant de coûts d'implémentation, le régulateur permet aux entreprises de déléguer le repor-

ting à une entité tiers, notamment à une banque. Dans ce cas, bien que la banque est l'entité en contact direct avec le référentiel central pour la transmission des données, c'est bien l'entreprise cliente qui est responsable de l'exactitude des données. Les banques et autres intermédiaires dans le processus de reporting offrent ce service gratuitement à leurs clients. Cela permet d'une part aux banques qui ont élaboré les processus et systèmes inhérent à la déclaration des données d'augmenter leurs parts de marché en attirant les entreprises soumises à l'obligation de reporting, mais profite également aux entreprises car diminue substantiellement le coût de reporting (Raynaud & Salvan, 2014).

5.4 Impact des techniques d'atténuation des risques

Pour rappel, les quatre techniques d'atténuation des risques sont (1) la confirmation rapide des transactions, (2) la revalorisation journalière des contrats en cours, (3) Réconciliation et compression des portefeuilles ; et règlement des disputes, et (4) l'échange de collatéral. Toutes les contreparties impliquées dans des contrats dérivés non compensés sont sujets à ces techniques d'atténuation des risques.

(1) La confirmation rapide des transactions implique de disposer de systèmes électroniques collectant et figeant les termes des contrats passés. Les banques, étant reprises dans la catégorie des contreparties financières, sont les entités devant confirmer les transactions dans les délais les plus courts autorisés (au plus tard le lendemain ou deux jours après une transaction en fonction de la catégorie de produit dérivé concerné). Elles ont dû mettre sur pied des systèmes automatiques de collecte et de reformulation des données pour satisfaire à cette exigence.

(2) La revalorisation journalière des contrats en cours. Cette technique requiert d'élaborer des modèles d'évaluation complexes, les fournisseurs traditionnels ne donnant pas des données correspondantes aux contraintes réglementaires qui impose une revalorisation des contrats en cours en temps quasi-réel (Sia Partners, 2013). Bien évidemment, les banques ont également des besoins de financement lorsqu'elles ont recours à des produits dérivés. Par exemple lorsqu'elles initient des transactions banales avec une entreprise et qu'elles souhaitent se couvrir du risque de marché inhérent à la transaction en utilisant des produits dérivés. Dans ce cas-là, une banque doit fournir des garanties qu'elle n'a pas reçu de la part de la contrepartie étant

donné qu'elle agit en compte propre et non pas comme intermédiaire. Dès lors apparaît un besoin de financement. Pour redéterminer la valeur du contrat qu'elle a passé avec la contrepartie au produit dérivé, la banque doit appliqué un modèle d'évaluation appelé CVA pour Credit Valuation Adjustment. Ce modèle valorise le contrat en tenant compte de la probabilité de défaut implicite tiré de la valeur des Credit Default Swaps sur cette contrepartie. Ce modèle est donc plus prudent qu'une simple valorisation utilisant le prix de marché du contrat (Choukroun & Hui & Litke & Planta & Rolland & Stangl, 2014).

(3) Réconciliation et compression des portefeuilles ; et règlement des disputes. Les documents juridiques générés lors de la confirmation rapide des transactions vont permettre aux contreparties de comparer les termes des contrats qu'elles ont passé ensemble et détecter tout désaccord quand à une caractéristique du contrat. EMIR impose aux contreparties de s'accorder sur un moyen qu'elles utiliseront pour réconcilier leurs portefeuilles. Ce moyen peut-être tant manuel qu'électronique doit être mis sur pied avant la date d'entrée en vigueur de cette mesure, le 15 Septembre 2013 (Vieillefond, 2013).

Avant le 15 Septembre 2013, les deux contreparties à un contrat dérivé non compensé doivent établir des procédures de détection des désaccords sur les contrats et de règlements et des "*processus de résolution de ces désaccords, avec des procédures spécifiques pour les désaccords qui subsisteraient au-delà de 5 jours après leur identification*" (idem).

Les acteurs de marché détenant plus de 500 contrats dérivés avec une seule et même contrepartie sont tenus de déterminer au moins chaque semestre si des exercices de compression sont possibles entre leurs portefeuilles, et de mettre en oeuvre des procédures avant le 15 Septembre 2013 permettant de réaliser cet exercice (idem). Grâce à cette technique, l'ISDA a estimé que \$239 milliards de dollars de dérivés de taux (en montants notionnels) ont pu être retiré des marchés depuis 2009 (Forrest & Mavleb & Polk & Spratt, 2014).

(4) L'échange de garantie. Le montant des garanties à apporter pour s'engager dans des contrats dérivés non compensés est beaucoup plus élevé que pour les contrats dérivés compensés (20% et 2% respectivement). Ce coût d'opportunité énorme pousse (Annexe IV, page 81) la plupart des acteurs à se diriger vers une couverture imparfaite en utilisant à la place de contrats sur mesure (donc non standardisés et donc non soumis à l'obligation de compensation) des contrats standardisés soumis à l'obligation de compensation de manière à répliquer grossièrement ce

que le recours à un contrat sur mesure aurait délivré en termes de couverture (Vuillemeey, 2015). 52.

Quatrième partie

Conclusion

L'objectif de ce mémoire a été d'expliquer de manière simplifiée mais exhaustive les nouvelles pratiques de marché, les exigences et contraintes induites par EMIR dans le but d'augmenter la transparence et la stabilité des marchés des produits dérivés OTC en Europe. La deuxième partie a consisté en un travail de recherche sur l'impact que ces mesures ont eu sur les banques. Quelles conclusions pouvons-nous tirer de ce mémoire ?

Premièrement, l'introduction de l'obligation de reporting et de compensation ainsi que l'imposition de certaines pratiques concernant les contrats dérivés OTC restés bilatéraux ont drastiquement changé le paysage de l'industrie des produits dérivés. Cependant, certaines mesures restent encore à l'état de brouillon et les représentants de l'industrie financière critiquent déjà le manque de cohérence ou d'efficacité économique de certaines directives. Ces deux facteurs amènent à penser que ce nouveau cadre de régulation va encore changer et que les acteurs concernés doivent rester attentifs aux mutations prévues et estimées quand aux obligations imposées par EMIR.

Une des révolutions de ces régulations est l'introduction de la compensation auprès de contreparties centrales des produits dérivés OTC rendus normalisés. Ces chambres de compensation deviennent alors vendeur à tout acheteur et acheteur à tout vendeur à travers un processus dit de novation. Les contreparties centrales assument dès ce moment le risque de contrepartie de chacune des parties des contrats qu'elle compense et doit donc prévoir des mécanismes robustes pour l'absorption des pertes. Le principe fondamental est la mutualisation des pertes entre les membres compensateurs en cas de défaut d'une contrepartie qui entraînerait de très lourdes pertes pour la contrepartie centrale. Bien qu'EMIR prévoit des mécanismes suffisants afin de garantir le bon fonctionnement des marchés en cas de perte majeure sur un acteur important du marché, il est légitime de se poser la question d'un risque de concentration inhérent à l'activité de compensation effectué par les contreparties centrales. En effet, dans le cas où les processus d'absorption des pertes ne seraient pas suffisants et qu'une contrepartie centrale fait défaut, tous les acteurs en relation directe ou indirecte avec cette CCP subirait de lourdes pertes. De par l'interconnexion du système financier, il n'est pas improbable qu'un tel scénario provoque une crise.

Comme anticipé, les banques sont parmi les acteurs les plus impactés, autant en termes de contraintes qu'en termes d'opportunités. Ainsi, EMIR fait partie des régulations les plus coû-

teuses à implémenter (pour l'élaboration des processus opérationnels, juridiques et organisationnels) et a coûté aux banques globales jusqu'en 2013 entre \$76 et \$93 millions de dollars en comptant les coûts au niveau du groupe entier et non par filiale séparée (Sia Partners, 2014). Il faudra encore compter les coûts d'implémentation liés à l'obligation de compensation qui est attendu pour les CDS et IRS vers fin 2015. Les coûts d'implémentation ne sont pas les seuls à devoir être prise en compte. Il y a également les coûts liés aux pratiques de marché dont le reporting des transactions et le coût de conservation de quantités plus importantes de liquidités pour faire face à de plus hautes exigences de marge sont les plus importants. Le caractère contraignant n'est pas la seule conclusion que nous pouvons tirer de l'impact d'EMIR sur les banques. Comme évoqué précédemment, cette réglementation peut permettre aux banques ayant établi une réponse stratégique efficace d'en tirer des opportunités. Les membres compensateurs des contreparties centrales ne sont pratiquement que de larges banques qui ont eu les moyens de mettre en oeuvre les processus opérationnels et autres exigences relatives à l'activité d'intermédiaire de compensation. Ces larges banques ne sont pas seules à bénéficier d'opportunités. Ainsi, certaines moyennes banques accroissent leurs parts de marché en proposant des services de reporting pour les acteurs de marché passant par leurs services de brokerage ou autre service pour effectuer leurs transactions.

Ce mémoire est donc un bon moyen d'avoir une vision globale quant à la portée et aux dispositions d'EMIR ainsi que pour avoir une idée générale de leurs impacts sur les acteurs de marché et plus particulièrement sur les banques. Cependant, il sera primordial de se tenir au courant des éventuelles mutations dans la réglementation ainsi que les nouvelles obligations qui entreront progressivement en oeuvre jusqu'en Décembre 2019 et qui complèteront l'action menée par l'Europe visant à augmenter la stabilité de ces marchés.

Cinquième partie

Bibliographie

- Abouelfath M., Pensec R. & Teuscher R. (2013). *Règlement EMIR, Compensation OTC, Comment vous accompagner dans vos choix ?*. Document non publié

- Aigrain J. (2013). *Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque*. Banque de France, Revue de la stabilité financière, N° 17, Avril 2013. En ligne https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2013/rsf-avril-2013/15-AIGRAIN.pdf

- Artus P., Betbèze J.P., Boissieu C. & Capelle-Blancard G., (2008). *La crise des subprimes*. En ligne <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/078.pdf>

- AMF. (2013). *Règlement européen EMIR : un environnement nouveau pour les produits dérivés*. Document non publié

- AMF. (2014). *Produits dérivés EMIR pour les contreparties non financières*. En ligne <http://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Produits-derives/EMIR-pour-les-contreparties-non-financieres.html>

- AMF. (2014). *Dérivés : coup d'envoi des déclarations auprès des référentiels centraux (entrée en vigueur au 12 février 2014)*. En ligne <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Produits-derives/Declaration-des-transactions-sur-les-derives-a-des-referentiels-centraux-entree-en-vigueur-au-12-fevrier-2014-.html>

- AMF. (2014). *Techniques d'atténuation des risques pour les contrats non compensés*. En ligne <http://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Produits-derives/Obligations-prevues-par-EMIR-/Techniques-d-attenuation-des-risques-pour-les-contrats-non-compenses.html>

- Bernanke B. (2010). *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis Before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C.* En ligne <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm#pagetop>

- Banque des règlements internationaux. (2012). *Exigences de fonds propres en regard des expositions bancaires sur les contreparties centrales*.
En ligne [http ://www.bis.org/publ/bcbs227_fr.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs227_fr.pdf)

- Bativia B., Lash N.A. & Malliaris A.G. (2012). The global financial crisis of 2007-2009 : microeconomic et macroeconomic causes and their global effects. En ligne [http ://malliaris.me/2012-The%20global%20financial%20crisis%20of%202007-2009%20Microeconomic,%20and%20%20macroeconomic%20causes%20and%20their%20global%20effects.pdf](http://malliaris.me/2012-The%20global%20financial%20crisis%20of%202007-2009%20Microeconomic,%20and%20%20macroeconomic%20causes%20and%20their%20global%20effects.pdf)

- Barut M.L., Rouillé N. & Sanchez M. (2015). *L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie*. Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°19, Avril 2015.
En ligne [https ://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2015/RSF19_8_Sanchez.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2015/RSF19_8_Sanchez.pdf)

- Besnier F. (2013). *EMIR : Impacts et Enjeux*. En ligne [http ://www.eurexclearing.com/blob/750248/04d599d193553f965ee4847c2cdd3e79/data/20131220_business_review_florence_besnier.pdf](http://www.eurexclearing.com/blob/750248/04d599d193553f965ee4847c2cdd3e79/data/20131220_business_review_florence_besnier.pdf)

- Choukroun E., Hui K., Litke A., Planta F., Rolland E. & Stangl E. (2014). *Financial Regulation EMIR special issue 2014*. En ligne [http ://www.bloomberg.com/professional/content/uploads/sites/4/2015/02/Financial_Regulation_EMIR_Special_Issue_2014.pdf](http://www.bloomberg.com/professional/content/uploads/sites/4/2015/02/Financial_Regulation_EMIR_Special_Issue_2014.pdf)

- Clifford chance. (2015). *EMIR : Amended draft RTS on the clearing obligation*. Document non publié

- CME Group. (2015). *Active Participants in European OTC Commodity and Financial Derivative Markets*. En ligne [http ://www.cmegroup.com/europe/clearing-europe/clearing/cme-clearing-europe-members.html](http://www.cmegroup.com/europe/clearing-europe/clearing/cme-clearing-europe-members.html)

- CME Group. (2015). *CME Over-The-Counter Derivatives Clearing Membership (OTC Clearing Membership) Handbook*. Document non publié
- CME Group. (2015). *Active Participants in European OTC Commodity and Financial Derivative Markets*. En ligne [http ://www.cmegroup.com/europe/clearing-europe/clearing/cme-clearing-europe-members.html](http://www.cmegroup.com/europe/clearing-europe/clearing/cme-clearing-europe-members.html)
- Collette B. & Collet L. (2014). *Deloitte regulatory news alert EMIR Clearing Obligations ESMA final report on central clearing of Interest Rate Swaps (IRS)*. Document non publié
- Commission européenne. (2015). *Produits dérivés/EMIR*. En ligne [http ://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_fr.htm](http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_fr.htm)
- Commission européenne. (2015). *Pension funds should benefit from a further two year exemption from central clearing requirements*. Document non publié
- Costermans D. & Galand V. (2014). *EMIR : plus d'impact que prévu ?*. En ligne [http ://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/Article_201401_EMIR-plus-d-impact-que-prevu](http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/Article_201401_EMIR-plus-d-impact-que-prevu)
- Costermans D, de Cillia S., Maréchal O. & Sauvage B. (2014). *Etude sur le coût de la réglementation et son impact sur la place financière à Luxembourg*. Document non publié
- De Bleye, F. & Mouton, M. (2015). *EMIR info session febelfin*. Document à diffusion limité
- Dessy E. (2015). *Febelfin info session EMIR*. Document à diffusion limitée.
- EBA. (2015). *Overview of the potential implications of regulatory measures for banks' business models*. Document non publié

- EIOPA. (2014). *Guidelines on the use of the Legal Entity Identifier (LEI)*. Document à diffusion limitée
- European Banking Authority (EBA). (2015). *About us : Missions and tasks*. En ligne https://www.eba.europa.eu/languages/home_fr
- ESMA. (2012). *Autorité européenne des marchés financiers, Rapport annuel 2012*. En ligne http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00620000_fr_tra.pdf
- ESMA. (2013). *Autorité européenne des marchés financiers, Rapport annuel 2013*. En ligne http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_ar_fr.pdf
- ESMA. (2013). *Orientations et recommandations sur le champ d'application du règlement sur les agences de notation de crédit*. En ligne http://www.esma.europa.eu/et/system/files/esma_2013_00650000_fr_tra.pdf
- ESMA. (2015). *Board of Supervisors and National Competent Authorities*. En ligne <http://www.esma.europa.eu/bos>
- ESMA. (2015). *List of registered trade repositories*. En ligne <http://www.esma.europa.eu/page/Registered-Trade-Repositories>
- Febelfin, FSMA & FEB. (2014). *Communication FSMA-FEBELFIN-FEB destinée aux contreparties non financières*. [Powerpoint]
- Financial Services Authority. (2012). *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*. En ligne <http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/international/pdf/emir.pdf>
- Financial Services Authority. (2014). *Lamfalussy*. En ligne <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/european/lamfalussy/index.shtml>

- Forrest N., Mavle D., Polk B. & Spratt P. (2014). *Impact of bank structural reforms in Europe*. En ligne <http://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/pwc-study-impact-of-bank-structural-reform.pdf>

- FSMA & BNB, (2013). *Communication of the NBB and of the FSMA to the institutions that fall under their respective supervision on the obligations arising from the entry into force of Delegated Regulation of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories ('EMIR')*.

- Ghani S. (2014). *Global financial crisis of 2007 : analysis of origin & assessment of contagion to emerging economies : lessons & challenges for financial regulation*. (Thèse de doctorat). Université de Grenoble.

- Harrison E. (2008). *Financial institutions, Lehman Brothers : a primer on Credit Default Swaps*. En ligne <https://www.creditwritedowns.com/2008/10/lehman-brothers-primer-on-credit.html>

- Hervo F. (2010). *Séminaire monétaire international : Infrastructures de marché et stabilité financière. Bulletin de la Banque de France, N°181, 3e trimestre 2010*. En ligne https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm181_etu_8.pdf

- Hull J. (2010). *Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation ?*. Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°14, Produits dérivés, Innovation financière et stabilité, Juillet 2010. En ligne https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/revue-stabilite-financiere-de-juillet-2010-produits-derives-innovation-financ-et-stabilite.pdf

- IEF. (2014). *Crise financière, Comment la crise de 2008 a-t-elle commencé ?*. En ligne <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Crise-financiere/Comment-la-crise-de-2008-a-t-elle-commence>

- Joint committee of the European supervisory authorities., (2014). *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012*.
En ligne <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/655149/JC+CP+2014+03+%28CP+on+risk+mitigation+for+OTC+derivatives%29.pdf>
- Journal officiel de l'Union européenne, Règlement (UE) N°1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/79/CE de la Commission. (2010). 24 novembre, pp.57-58
- Journal Officiel de l'Union européenne (Actes législatifs), Règlement (UE) N°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
- Journal Officiel de l'Union européenne (Actes non législatifs), Règlement délégué (UE) N°148/2013 de la commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) N°648/2012 du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux en ce qui concerne les normes techniques de réglementation sur les informations minimales à déclarer aux référentiels centraux. (2012). 19 décembre, pp.4-8
- La Libre. (2015). *Sept ans après la crise, le patron de Lehman Brothers réapparaît*. En ligne <http://www.lalibre.be/economie/actualite/sept-ans-apres-la-crise-le-patron-de-lehman-brothers-reapparaît-5567816535704bb01c86b8d9>
- Lefebvre O. (2008). *La crise financière 2007 – 20 ? ? Mise en perspective et premières leçons*. Louvain-la-Neuve : Presse Universitaire de Louvain.
- Le Figaro. (2009). *AIG : perte de 100 milliards en 2008*. En ligne <http://www.lefigaro.fr/>

flash-actu/2009/03/02/01011-20090302FILWWW00449-aig-perte-de-100-milliards-en-2008.php

63.

- Lipton Fit. (2012). *Le périmètre et les enjeux de la réglementation EMIR (European Market Infrastructure Regulation)*. En ligne [http ://www.fimarkets.com/pages/emir.php](http://www.fimarkets.com/pages/emir.php)
- Maier R. (2014). *Système européen de surveillance financière (SESF)*.
En ligne [http ://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html ?ftuId=FTU_3.2.5.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html)
- Maijoor S. (2014). *Frontloading requirement under EMIR*. En ligne [http ://www.esma.europa.eu/system/files/2014-483_letter_to_european_commission_re_frontloading_requirement_under_emir.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-483_letter_to_european_commission_re_frontloading_requirement_under_emir.pdf)
- Market Structure Partners, (2015). *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*.
En ligne [http ://www.marketstructure.co.uk/european-legislation/european-market-infrastructure-regulation/](http://www.marketstructure.co.uk/european-legislation/european-market-infrastructure-regulation/)
- Nesta. (2008). *La crise financière : causes, effets et remèdes*. [Powerpoint]. Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Département de Recherche sur l'innovation et la concurrence.
- Norton Rose Fulbright, (2014). *EMIR The clearing obligation – all clear now ?*. En ligne [http ://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/119571/emir](http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/119571/emir)
- OBS. (2009). *L'assureur AIG perd près de 62 Mds de dollars*. En ligne [http ://tempsreel.nouvelobs.com/la-crise-financiere/20090302.OBS6973/l-assureur-aig-perd-pres-de-62-mds-de-dollars.html](http://tempsreel.nouvelobs.com/la-crise-financiere/20090302.OBS6973/l-assureur-aig-perd-pres-de-62-mds-de-dollars.html)
- Price Waterhouse Cooper (PWC). (2013). *EMIR : se préparer à un environnement nouveau des produits dérivés*. En ligne [http ://www.pwc.fr/european-market-infrastructure-regulation-emir-se-preparer-a-un-environnement-nouveau-des-produits-derives.html](http://www.pwc.fr/european-market-infrastructure-regulation-emir-se-preparer-a-un-environnement-nouveau-des-produits-derives.html)

- Raynaud S. & Salvan A. (2014). *EMIR et l'exigence de reporting aux référentiels centraux : enjeux, mise en œuvre et impact opérationnel*. En ligne [http ://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/emir-exigence-reporting-aux-referentiels-centraux](http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/emir-exigence-reporting-aux-referentiels-centraux)

- Ross V. (2012). *ESMA's role in European and international regulatory cooperation International Council of Securities Associations*. En ligne [http ://www.esma.europa.eu/system/files/2012-367_esmas_role_in_european_and_international_regulatory_cooperaiton_icsa_conference_copenhagen_-_verena_ross_12_june_2012.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-367_esmas_role_in_european_and_international_regulatory_cooperaiton_icsa_conference_copenhagen_-_verena_ross_12_june_2012.pdf)

- Sia Partners. (2013). *EMIR – Quels enjeux pour quels acteurs ?*. En ligne [http ://finance.sia-partners.com/20131105/emir-quels-enjeux-pour-quels-acteurs/](http://finance.sia-partners.com/20131105/emir-quels-enjeux-pour-quels-acteurs/)

- Sia Partners. (2014). *Cost of EMIR : Major Banks confront \$100m implementation bill*. En ligne [http ://en.finance.sia-partners.com/20140423/cost-of-emir-major-banks-confront-100m-implementation-bill](http://en.finance.sia-partners.com/20140423/cost-of-emir-major-banks-confront-100m-implementation-bill)

- The Bank for International Settlements (BIS).(2008). *Monetary and Economic Department OTC derivatives market activity in the second half of 2007*. En ligne [http ://www.bis.org/publ/otc_hy0805.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy0805.pdf)

- The Bank for International Settlements (BIS). (2015). *Statistical release, OTC derivatives statistics at end-December 2014, Monetary and Economic Department*. En ligne [http ://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm](http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm)

- Tucker P. (2013). *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution*. Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°17, Avril 2013. En ligne [https ://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2013/rsf-avril-2013/18-TUCKER.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2013/rsf-avril-2013/18-TUCKER.pdf)

- Vieillefond E. (2013). *Feuille de route EMIR : guide pratique de la gestion d'actifs « Buy side » et « Sell side »*. En ligne [http ://www.eifr.eu/files/file8898536.pdf](http://www.eifr.eu/files/file8898536.pdf) 65.
- Vuillemeys G. (2015). *Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt : réforme des marchés de produits dérivés et activité de prêt des banques*. Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°19. En ligne [https ://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2015/RSF19_11_Vuillemeys.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2015/RSF19_11_Vuillemeys.pdf)

Sixième partie

Annexes

5.5 Annexe I : Entretien d'Edouard Nouvellon - Head of structured products & derivatives à la banque Degroof

Les dispositions auxquelles les acteurs de marché doivent répondre ont été couvertes dans la première partie de ce mémoire. Cette entretien servira à expliquer la manière dont les banques répondent aux exigences prévues par EMIR.

1. Questions générales

1. Quelle-est votre expérience avec les produits dérivés ainsi qu'avec EMIR plus particulièrement ?
2. Travaillez-vous avec des produits dérivés avant les changements récents dans le cadre de régulation les concernant ? Si oui, Y a-t-il des changements qui se sont opérés dans le day-to-day management depuis l'entrée en vigueur de certaines dispositions ?

2. L'impact d'EMIR au niveau des processus opérationnels

1. Quels processus doivent être mis en place pour faire face à l'obligation de reporting des produits dérivés OTC ?
2. Quelles dispositions ont été prises par la banque Degroof en vue de l'obligation de compensation des produits dérivés concernés ? En vue des exigences de marge et d'appels de marge ?
3. Est-ce que toutes les obligations qu'impliquent EMIR sont prises en charge par des processus automatisés ou y a-t-il certaines manipulations qui doivent être réalisées "manuellement" ?

3. L'implémentation des dispositions opérationnelles mises en place par les banques

1. Est-ce que les banques ont généralement recours à des fournisseurs de service externes pour implémenter les processus opérationnels nécessaires pour satisfaire aux dispositions d'EMIR ?
2. En prenant en compte tous les facteurs, quel-est le coût relatif à l'implémentation des processus opérationnels pour les banques en général ?

4. Questions relatives aux changements dans les services fournis par les banques

1. Comment l'augmentation des coûts directs et indirects liés à la compensation et au reporting des produits dérivés est-il géré par les banques et autres gros utilisateurs de produits dérivés ?
2. Est-ce qu'EMIR a influencé les stratégies d'investissement dans certaines activités de la banque ?
3. Est-ce que les grandes banques se posent généralement en tant que membre compensateur et compensent auprès des contreparties centrales les produits dérivés OTC pour le compte de clients ?

5. Conclusion

1. Y a-t-il d'autres impacts d'EMIR sur les banques qu'il serait intéressant de mentionner et d'expliquer dans mon mémoire ?

Mes sincères remerciements pour votre temps et vos réponses qui me seront très utiles dans la réalisation de mon mémoire.

5.6 Annexe II : Retranscription de l'interview avec Monsieur Edouard Nouvellon

- Alors, une petite question pour commencer. Quelle est votre expérience avec les produits dérivés ainsi qu'avec EMIR plus particulièrement ?
- Alors nous à la banque , en fait, on traite deux types de produits dérivés. Les produits listés qui sont sur un marché organisé, pour lequel il y a une chambre de compensation. Et les produits OTC. Dans les deux cas, on doit, en fait, enfin le client, ce n'est pas nous, doit rapporter sa transaction à ce qu'on appelle une chambre d'enregistrement. Et nous à la banque, on offre le service de faire ce reporting pour le client. D'accord, donc en fait ce qu'il se passe , c'est qu'un client a un LEI number , une entité , une entreprise, avec un numéro de société , numéro de TVA va demander ce qu'on appelle un LEI, Legal Entity Identifier, et alors ensuite il y a une énorme base de données, qui regroupe un LEI avec une entité et une transaction. Dès qu'une transaction est faite , elle dispose d'un numéro de transaction, et c'est ça qui est rapporté. Donc nous, on a rapporté des transactions du point de vue EMIR et/ou sur l'OTC. Dans les deux cas.
- D'accord, est ce que vous avez travaillé avec les produits dérivés avant que EMIR soit mis en œuvre ?
- Oui
- Donc vous travaillez toujours avec ces produits dérivés, vous venez de le dire, y a-t'il des changements dans le day-to-day ?
- Le plus gros changement, quand on fait une transaction, c'est effectivement devoir la rapporter, de devoir générer un numéro d'une transaction. Ça c'est le premier point. Le deuxième point, c'est qu'on doit gérer un peu différemment le collatéral. Ce n'est pas encore tout à fait entré en vigueur, mais après l'objectif d'EMIR, effectivement, c'est d'éviter le risque systémique et donc de collatéraliser de plus en plus le marché.
- D'accord et ça c'est un impact qui touche toutes les banques ?
- Alors nous, on traite pour compte institutionnel, et non pour compte propre. Donc nous ça impacte surtout les institutionnels mais c'est vrai que leur collatéral management est fait via nous. Pour les clients qui ont leur compte cash chez nous ça a un impact parce qu'on doit rendre un service opérationnel pour leur permettre de faire appel à ces appels de marge.

- Donc c'est une nouvelle branche qui a été créée, un nouveau service qui a été créé depuis EMIR ?
- Depuis EMIR, c'est vrai qu'il y a une ou deux personnes qui s'occupent plus spécifiquement d'EMIR et du reporting mais surtout ce qui est collateral management. Ça c'est vraiment une fonction, qui je ne veux pas dire a été créée au moment d'EMIR, mais qui s'est très développée à ce moment.
- Donc ça crée plus de contraintes pour les banques mais ça peut aussi créer des opportunités , de nouveaux services ?
- Ah oui oui . Pour nous, en tant que Banque Degroof qui sommes intermédiaires, c'est que l'on n'a pas de book en dérivé mais on passe par d'autres banques. On fait du back-to-back. Pour nous c'est une opportunité parce que ça permet de dire aux clients que tout EMIR est centralisé chez nous, vous avez accès à toutes les contreparties que vous souhaitez puisque nous sommes intermédiaires. Et quelque soit la contrepartie que vous choisissiez, c'est nous qui faisons le reporting et qui vous aidons à faire le collateral management. Pour vous c'est clairement une opportunité.
- Attendez que j'adapte un peu les questions en fonction de ce qui a été dit . Tout est automatisé, vous rentrez juste le LEI de votre client, vous rentrez les données de transactions ?
- Alors je ne sais pas exactement comment ça se passe opérationnellement, c'est au niveau du back office que cela se fait moi c'est au niveau du front office. Mais effectivement c'est ça le reporting c'est de dire qu'un LEI a traité telle transaction avec tel autre LEI finalement. Alors il y a souvent le LEI banque Degroof. Comme nous on fait du back to back, ce qu'il se passe c'est que le client traite avec banque Degroof et banque Degroof traite la transaction similaire avec une autre contrepartie.
- D'accord.
- Et donc c'est pour ça qu'en fait, souvent, c'est la contrepartie qui envoie le numéro d'identification de la transaction, et nous rapportons une transaction Degroof contrepartie et Degroof client. Ça on envoie à une grosse base de données qui s'appelle REGIS-TR, qui est la grosse base de données des transactions.
- Ça c'est un référentiel central ?
- Oui.
- Très bien. Donc l'obligation de compensation des produits dérivés n'est pas encore

entrée en vigueur, je pense que cela rentrera en 2016

- Pas tout à fait mais c'est en cours, oui.
- Donc est ce que des dispositions ont déjà été prises à la banque Degroof ou dans d'autres banques en général par rapport à cette obligation de compensation ?
- Alors oui, la banque Degroof ,elle, ce qui régissait avant le collatéral management c'était beaucoup les contrats ISDA. L'ISDA , c'est l'organisme à Londres qui s'occupe de tout ce qui est réglementation des marchés financiers et surtout l'interbancaire. Et en fait nous ce qu'on a essayé de mettre en place en Belgique, enfin avec nos clients en Belgique , c'est une application de l'EMA (?). L'EMA(?) c'est un peu comme l'ISDA au niveau européen. C'est ce qui permet d'appliquer le droit local. Parce que le problème de l'ISDA c'est tout ce qui est collatéral management, règlement, c'est appliqué par le droit anglo-saxon. Donc nous on a pris la disposition de profiter de l'EMA et les réglementations européennes pour pouvoir signer avec eux des contrats par lesquels on va pouvoir gérer le collatéral et faire des appels de marge dans les deux sens.
- D'accord . Ce sont toutes les dispositions qui ont été prises par rapport à l'obligation de compensation jusqu'à présent ou c'est tout ce qui doit être fait pour satisfaire ... ?
- C'est ce qui est en train d'être fait mais, ça c'est un ensemble. EMIR n'est qu'un petit morceau de l'ensemble de la collatéralisation du marché quelque part. C'est vrai qu'il y pousse drôlement mais ça on aurait peut être même pu le faire sans EMIR. De manière générale le marché demande à être collatéralisé. Parce qu'à partir du moment où le marché nous demande de collatéraliser les transaction que l'ont fait, on demande aux clients de le faire aussi parce qu'il y a un impact. L'impact financier est un impact de liquidité. Donc à partir du moment où nous avons un transaction avec un contrepartie de cent millions d'euros qui exige qu'on doive déposer chez cette contrepartie un collatérale de cinq millions d'euros en cash, on doit avoir ces cinq millions d'euros de la part du client. Sinon on a un gap de liquidité et alors soit on accepte de le prendre ou pas mais la liquidité coûte cher. Avec les règles de Bâle III la liquidité est nécessaire pour exercer l'activité. C'est tout ça qu'il faut mettre en perspective.
- Vous dites que toutes les régulations par rapport à la collatéralisation pourrait exister, pourrait se faire même sans EMIR. Mais qu'est-ce qu'apporte EMIR alors à ce niveau là ?
- EMIR apporte un cadre de standardisation qui pousse tous les clients ou le marché à

aller vers cela. Il organise tout ça. Le gros avantage d'EMIR c'est qu'il organise tout ça. Ca fait trois quatre ans qu'on en parle. Il offre un cadre et une réglementation et aussi un modus operandi opérationnel clairement.

- Très bien. On avance vite. Est-ce que pour l'implémentation des processus opérationnels par rapport à votre activité , avez-vous fait appel à des fournisseurs externes ou des services ?
- Oui bien sûr , il y a des services qui se positionnent beaucoup là-dedans. Alors je ne sais pas exactement quel-est le scope de leur mission dans l'histoire mais ils interviennent pas mal là-dedans oui.
- Et que cela implique-t-il au niveau coût pour une banque de se mettre en règle avec EMIR ?
- Alors c'est difficile à répondre parce qu'effectivement il y a une licence Markit et puis c'est vrai que ça nécessite une personne pour faire les réconciliations de collatérales. Combien ça coûte ? Cela a un coût mais ce n'est pas non plus démesuré.
- Pour en venir au collatérale, comme vous n'échangez pas les produits dérivés en compte propres, vous demandez le collatérale à votre client. Et à vous qui fournissez, vous n'avez pas un coût d'opportunité ?
- On s'arrange pour ne pas en avoir.
- C'est le cas de la majorité des banques ?
- Je ne peux pas m'exprimer pour les autres banques, je n'en sais rien. Mais nous on s'arrange pour ne pas en avoir parce qu'on a un petit bilan. Nous ne sommes pas une grosse banque de détail avec un énorme bilan donc on doit veiller à ce que celui-ci soit optimisé et bien utilisé. On a des contraintes de liquidité et de fonds propres avec Bâle 3 donc il ne faut pas que cette activité consomme trop de fonds propres. Si elle consomme trop de fonds propres et trop de liquidités, cela va se reporter sur le coût qu'on doit appliquer à nos clients et on perd des parts de marché.
- Avant EMIR , quelles-étaient les exigences de marge ? Ce n'était pas aussi régulé, on n'avait pas autant de contraintes sur les montants à apporter en garantie ?
- Il y avait moins de collatéralisation du marché. Donc quelque part ces produits là consommaient moins de bilan. Parce que si il n'y a pas besoin de collatéral, il n'y a pas besoin de limite crédit. Les deux vont plus ou moins de pair. Le coût de fonds propres est moindre car on n'a pas besoin de fonds propres pour mettre en regard de

cette activité.

- Les contreparties entre elles ne l'exigeaient pas ?
- Si elles l'exigeaient mais c'était un peu différent. Tout a changé avec Lehman en fait. Tout a énormément changé avec Lehman. Si elles l'exigeaient mais dans notre cas c'était un peu moins perspectible quoi.
- D'accord. Est-ce qu'EMIR a influencé les stratégies d'investissement du fait du coût augmenté d'utilisation de produits dérivés ?
- Non.
- Aucun changement ?
- Non il n'y a pas un client qui nous a dit : « A cause d'EMIR , je vais le faire différemment » Non. C'est même plutôt rassurant EMIR pour eux parce que ça «transparise» le marché. C'est un bienfait pour le marché. Parce-que tout le monde pensait que ce marché était opaque et maintenant il y a une base de données, on sait qui fait quoi et donc ça donne confiance quelque part aux investisseurs. Le coût n'a pas fait en sorte de changer les stratégies d'investissement.
- Il n'y a pas de conséquences néfastes d'EMIR quant à la manière dont les acteurs vont réagir ?
- Alors si, c'est vrai qu'il y a peut-être quelques clients qui se sont dit qu'avec EMIR ils ne faisaient déjà pas beaucoup de dérivés mais avec EMIR je vais encore moins en faire alors que c'est plus compliqué. Mais quand on voit les marchés dans lesquels on est, qui sont des marchés quand même assez instables, la Grèce, les marchés action qui peuvent perdre dix - quinze pourcents et reprendre après, le rapport coût-bénéfice entre faire un petit reporting de temps en temps et de pouvoir bénéficier de l'apport des dérivés dans un portefeuille, le calcul est rapidement fait quand même. Je vous di, il n'y a pas un client qui moi m'a dit : « Je vais arrêter de faire des dérivés parce qu'il y a EMIR. » C'est pour ça aussi qu'on leur offre ce service là, ça permet de quand même profiter de ces instruments dérivés dans leur portefeuille.
- D'accord. Une autre question. Est-ce que vos clients ont toujours recours à une couverture parfaite qui nécessite des instruments sur mesure non soumis à l'obligation de compensation mais du coup soumis à des exigences de collatéral plus élevées. On sait que celle-ci sont de plus en plus élevées au fur et à mesure que la maturité du dérivé est plus longue donc procéder à une couverture imparfaite en couvrant un risque dans un

horizon plus lointain avec plusieurs produits dérivés de court terme ou en ne se couvrant pas finalement ?

- Les produits dérivés ne sont pas que utilisés pour la couverture. Parce qu'il y a deux manières de faire. Soit on a un actif à couvrir et on utilise un produit dérivé pour encadrer cet actif ou soit on utilise des produits dérivés pour faire ce qu'on appelle du « yield enhancement » c'est-à-dire par exemple extraire la prime de risque des actions via des ventes d'options pour pouvoir augmenter un petit peu le rendement et là ce sont des produits « de facto » un petit peu plus complexes. Donc il y a deux manières de voir les choses et effectivement plus c'est long plus l'exigence de collatérale est importante mais ce n'est pas nécessairement un frein.
- Mais les clients, dans le cas où ils utilisent les produits dérivés pour se couvrir, se couvrent de la même manière en général ?
- Oui.
- D'accord. Donc vous venez de dire que vous étiez uniquement intermédiaire pour les reporting ?
- Non on est aussi intermédiaire pour la transaction. On va faire une transaction avec un client institutionnel mais qui ne va pas rester sur notre bilan. On va faire une opération back to back. Par exemple un client va acheter un put eurostoxx 50, lui il achète son put et nous lui vendons le put et on le rachète de manière à ce que l'on soit complètement matché. Donc on est au milieu entre le client et la contrepartie. On est intermédiaire. Effectivement c'est nous qui faisons le reporting pour le client.
- Dans ce cas là il n'y a pas ...
- Donc nous la contrepartie va nous demander de collatéraliser l'opération donc nous allons demander au client de la collatéraliser aussi. Tout se fait en jeu de miroir.
- D'accord donc si un fait défaut...
- Ah si un fait défaut, on est au milieu, on n'est pas bien !
- Donc vous jouez le rôle entre guillemet d'une contrepartie centrale ?
- Degroof, contrepartie centrale... grossier vite fait quand même. Non non non, on peut avoir le même type de risque effectivement sauf que la contrepartie centrale il y a des nettings, bon, là aussi il y a des nettings, je ne vais pas rentrer dans les détails, mais c'est vrai, qu'effectivement, si sur une transaction nous on a une obligation de délivrer un montant à une contrepartie, le client a donc cette obligation et si ce client là fait défaut,

c'est pour nous quoi... C'est pour ça que nous sommes obligés que les contreparties demandent de collatéraliser, nous on n'a pas le choix que de demander de collatéraliser sinon on prend un risque crédit.

- Il me semble qu'EMIR exige que les produits standardisés soient compensés auprès de chambres de compensation et que les produits non soumis à cette obligation de compensation soient soumis à des exigences de marge, exigences de protection...
- Oui des appels de marge, tout à fait. Donc il y a des produits standardisés, c'est le marché listé, donc ça c'est mis en chambre de compensation. Il n'y a pas de vraiment de risques là-dessus parce qu'il y a des appels de marge réguliers. Il reste un risque c'est que comme les appels de marge se font tous les jours, si en un jour le marché décale de trente pourcents et que le même jour la contrepartie fait défaut, là il peut y avoir un souci. Mais ça c'est le marché qui règlemente tous les appels de marge. Et les produits un peu plus complexes, ça c'est l'objectif d'EMIR, c'est aussi de les mettre dans cette trame, un peu comme le marché organisé pour qu'ils soient « clearés », liquidés et compensés de la même manière que les produits standardisés.
- Bien, pour en revenir à l'exemple avec la banque Dergoof intermédiaire, alors dans ce cas là on parle de produits dérivés qui ne sont pas soumis à l'obligation de compensation ?
- Oui, oui, c'est-à-dire que pour le « listé », les produits standardisés, là on intervient comme broker quelque part, le client est en lien avec le marché via nous qui sommes banquiers dépositaires. Notre bilan n'intervient pas. Par contre sur un produit OTC, là il intervient parce que nous faisons une opération avec un client avec une contrepartie donc on a un impact bilan et on fait une opération avec un client. Dans les deux cas le bilan est impacté. Mais c'est économiquement neutre mais d'un point de vue crédit ce n'est pas neutre parce qu'effectivement s'il y a une des deux pattes qui commencent à aller moins bien c'est ça qui nous impacte. C'est pour ça qu'on prend des dispositions par rapport à cela.
- D'accord. Aussi, depuis le 15 mars 2013 et 15 septembre, dans les techniques d'atténuation des risques exigées par EMIR, il y a ce qu'on appelle la compression et le rapprochement des portefeuilles. Est ce que vous jouez un rôle par rapport à ces techniques là ? Ou est ce que ce sont les clients entre eux qui font cela de leur côté ?
- Nous on joue un... Enfin non parce que là on parle de gros gros trucs. Entre guillemet

on n'est que Degroof, on n'est pas JP Morgan ou Goldman-Sachs. On ne fait pas de belles et grosses transactions mais là on parle de transactions multiples qui exigeraient une certaine forme de netting donc nous on a un peu moins un rôle à jouer là-dedans par rapport aux grandes banques d'investissement qui ont des books de dérivés énormes.

— D'accord.

— Donc nous avons moins de rôle là-dedans.

— Est-ce qu'on considère que cinq cent produits dérivés, c'est beaucoup ?

— Avant qu'une entité ait cinq cent produits dérivés sur son bilan il faut déjà être une belle banque. Cinq cent en même temps. On parle par exemple des grosses banques qui jouent le prime broker pour un hedge fund ou des choses comme ça mais ça ne nous concerne pas.

— Très bien. Alors j'ai juste une dernière question. Je n'ai peut-être pas couvert par mes questions tous les impacts qu'EMIR a eu sur une banque comme Degroof. Donc si vous avez d'autres idées qui vous viennent en tête sur la manière dont EMIR vous a touché... ?

— Non, ici je ne vais pas parler pour nous mais de manière générale ça impacte la gestion de la liquidité. Ça, combiné à Bâle 3 et le LCR. Faut savoir en plus que la Belgique, l'ELCR, donc le liquidity capital ratio, c'est-à-dire le ratio de liquidité exigé pour pouvoir exercer l'activité bancaire a été imposé par Bâle 3 sur une règle européenne avec une sorte de convergence, ça veut dire qu'on allège jusque cent pour cent dans deux ou trois ans, me semble-t-il, mais ce point-là est à vérifier, mais la Belgique était plus catholique que le pape, c'est qu'ils ont dit que directement on sera à cent pour cent. Donc on a, en Belgique, déjà des exigences de liquidité plus fortes que les autres parce que voilà. Ça c'est le choix du régulateur et il faut le prendre comme une hypothèse de travail. Mais donc EMIR a clairement renforcé encore la bonne gestion de la liquidité. La liquidité ce n'est pas quelque chose qu'on dispose comme ça de manière infinie. Il faut bien juger entre ses dépôts, ses crédits et donc EMIR a renforcé un peu ce point-là, sur la bonne gestion de la liquidité. Donc c'est pour ça que toute transaction, il faut bien s'assurer qu'on ait de la liquidité côté client ou de la liquidité côté contrepartie. Et c'est pour ça que parfois il ne faut pas hésiter et c'est ce qu'on a fait, quand il y a certaines transactions, on sait que si le marché va trop dans un sens ou dans l'autre et que ça pourrait avoir un risque de liquidité on doit se mettre d'accord avec le client en disant « là on coupe la transaction ». Et notre client, on s'arrange avec lui, voilà. À partir d'un certain

niveau qui en plus n'aurait peut-être plus de sens économique pour vous de rester dans la transaction, on coupe la transaction parce que ça peut nous coûter cher en liquidité.

- J'ai une autre question qui me vient à l'esprit comme ça. Est-ce que EMIR peut impacter la concurrence entre les banques ? Par exemple ...
- Oui, moi je suis sûr qu'elle peut impacter. Elle peut impacter parce que ça fait partie de l'ensemble du coût réglementaire et voilà si les banques ne sont pas prêtes à mettre en place le service qu'il faut, elles perdront des parts de marché. C'est pour ça que j'ai battu en interne et je ne suis pas le seul à dire « Il faut fournir ce service aux clients, il faut être en première ligne sur EMIR, pour pouvoir continuer à garder des parts de marché ». Et c'est ce qu'il se passe. Il y a même aujourd'hui des clients qui font en sorte que notre rôle dans les produits dérivés grandisse parce que l'on permet justement cette centralisation. Ils disent « Finalement soyez notre dépositaire pour les produits dérivés entre guillemets puisque vous arrangez tout EMIR ». Et donc ça renforce aussi un peu notre part de marché auprès des clients.
- D'accord. Peut-être une dernière question que je réfléchisse... mmh... Je ne pense pas en avoir non.
- Je suis disponible en tout cas si tu as encore des questions.
- J'en aurai probablement après coup, ça c'est certain mais je crois qu'on a fait le tour. J'en avais une à la dernière minute mais je n'arrive plus à retomber dessus.
- Sur la liquidité, le bilan des banques ?
- C'était sur la liquidité... Ça va me revenir je vous enverrai un mail ou vous appellerai. Ecoutez merci beaucoup, cet entretien va beaucoup m'aider dans mon mémoire. Je vous remercie pour votre temps.

5.7 Annexe III : Entretien de Jean-Paul Rousseau - directeur Financial Markets & Infrastructure chez Febelfin

1. Questions générales sur EMIR

1. Quelle-est votre expérience avec les produits dérivés ainsi qu'avec EMIR plus particulièrement ?
2. On parle d'EMIR comme l'un des plus grands bouleversements dans l'industrie des produits dérivés depuis l'invention des futures financiers (State Street, 2013). Quel était le cadre de régulation des produits dérivés de gré-à-gré avant EMIR ?
3. Quels-sont les principaux changements que l'Europe a apporté à cet environnement en introduisant EMIR ?
4. Suite à la crise financière de 2008, l'union européenne a recréé les institutions en substituant le CESB par l'EBA, le CERS par l'AEMF, le CEICAPP par l'AEAPP, et en complétant ces nouvelles institutions par le Comité Européen du Risque Systémique pour la supervision macroprudentielle. Dans le cadre d'EMIR, quels-sont leurs rôles respectifs ?

2. Questions spécifiques sur les exigences prévues par EMIR

1. Dans la relation entre un membre compensateur et son client, comment fonctionne la ségrégation individuelle des clients et la ségrégation collective des clients ? Et quel-est le but de chacune de ces deux options ?
2. Pourriez-vous expliquer brièvement les accords d'interopérabilité, la relation qu'il peut y avoir entre une plate-forme de négociation et une contrepartie centrale et l'exemption provisoire pour les fonds de pension de certaines mesures prévues dans EMIR ?

3. Impacts d'EMIR

1. Dans le milieu bancaire, est-ce qu'EMIR impacte les petites institutions de la même façon qu'elle impacte les plus grandes institutions ? Si non, est-ce qu'EMIR a des conséquences négatives sur la concurrence entre ces acteurs ?
2. Est-ce que le fait d'exiger des marges et des fonds propres plus élevés pour les produits dérivés n'incitera pas les banques - et les acteurs dans leur ensemble - à soit 1) migrer

vers une couverture imparfaite (par exemple en recourant à plusieurs contrats dérivés à court terme pour couvrir un risque dont l'occurrence éventuelle est plus lointaine, ou en préférant des contrats standardisés offrant une couverture approximative d'une couverture parfaite qu'offrirait un contrat sur mesure), soit 2) se couvrir moins ; et donc courir un risque économique réel lié à leur activité ?

3. En prenant en compte tous les coûts qu'impliquent les exigences d'EMIR (coût d'opportunité du collatéral, coût de reporting aux référentiels centraux, coût d'opportunité des fonds apportés aux fonds de défaillances des contreparties centrales, commissions de compensation, etc.), comment ces coûts vont-ils influencer le comportement/la rentabilité des banques ?
4. EMIR aurait-il d'autres conséquences directes ou indirectes sur les banques que celles évoquées dans les questions précédentes ? (autre qu'au niveau opérationnel)

4. EMIR : barrière contre le risque systémique ?

1. Est-ce que la mutualisation des pertes qu'engendrent les mécanismes de protection contre le risque systémique prévus par les CCPs n'entraîne-t-il pas un risque de concentration ?
2. Est-ce que la concurrence entre les contreparties centrales (étant des entreprises privées à la recherche de profit) pourrait entraîner des comportements risqués de leurs parts (comme une baisse des conditions d'adhésion de leurs membres compensateurs ou une baisse des exigences de contribution aux fonds de défaillance etc.) et engendrer ainsi une protection contre le risque systémique moins efficace que celle souhaitée par le régulateur ?
3. Si les dispositions prévues par EMIR avaient existé en 2007, auraient-elles permis d'éviter l'aggravation de la crise des subprimes et la propagation des pertes entre les banques et autres acteurs de marchés impliqués ?

Mes sincères remerciements pour votre temps et vos réponses qui me seront très utiles dans la réalisation de mon mémoire.

5.8 Annexe IV : Retranscription de l'interview avec Monsieur Jean-Paul Rousseau

- Antoine : Les clients pensent qu'ils ne sont pas concernés par les reporting ou ils ne le sont pas ? Tous les produits dérivés qu'ils soient OTC ou standardisés sont concernés par cette obligation de reporting. Donc c'est une ignorance de leur part en fait ?
- J.-P. : Oui oui, une grande partie des clients pensaient qu'EMIR était seulement une contrainte qu'on imposait aux banques.
- Oui, les banques sont plutôt intermédiaires souvent.
- Oui et surtout il y a un an, un an et demi, on a pris plusieurs initiatives. La première initiative était d'informer la FEB, l'UCM, UNISO etc, de l'importance d'avoir un code LEI, donc euh le Legal Entity Identifier, et donc on a vraiment fait une campagne pour que les clients finaux comprennent le besoin d'avoir un code LEI. Et puis la FSMA a demandé de faire un courrier ensemble avec la FEB et nous à nouveau pour informer toutes les contreparties non financières des obligations et il y est fait référence dans le rapport annuel de la FSMA. Si vous allez sur le site internet, à un moment donné, il y a une communication qui a été faite avec nous, ça vaut la peine d'aller voir.
- D'accord je vais aller jeter un œil. Sur le site de la FSMA vous dites ?
- Oui, vous allez voir dans le rapport annuel. Et alors nous ce qu'on a fait chez nous, on fait plusieurs session d'informations. Il y a à chaque fois ce qu'on fait, et on a invité des externes, on a invité Price, on a invité SWIFT, un trade repository. Et donc à chaque fois on fait des présentations avec tout ce qui tombait dans le scope de EMIR, les impacts et aussi le timing. Ça je pourrai peut-être envoyer un lien avec tout ce qui s'y rapporte. Regardez ici il y avait d'abord une première partie avec Price et l'autre c'était avec Linklaters. Tout est vraiment dedans quoi.
- Y compris les impacts sur les banques ?
- Oui , soit ils sont dits implicitement ou alors cela a été dit de façon oral
- J'ai même moi organisé un débat à la fin avec les participants en disant : « Tiens est ce que vous ne pensez pas qu'à terme, ça risque d'avoir un impact à la fois sur le business des banques d'une part. Et d'autre part sur le fait que les contreparties non financières, ne pourrons plus avoir accès à des outils couverture de risque, ce qui est en définitive monde à l'envers. Et donc on va arriver à ce que de petites sociétés, des centres

financiers ou d'autres ne pourront plus négocier avec leurs banques des dérivés vraiment sur mesure. Ils vont devoir tomber dans des modèles standards, dans des modèles où il faudra faire du clearing et ils ne trouveront pas des solutions pour faire du clearing. Et donc ils ne sauront plus faire une couverture de leurs risques comme ils faisaient avant.

- Une couverture imparfaite ?
- Imparfaite ou ...
- Ou Pas de couverture de couverture du tout ?
- Ce qui veut dire qu'en résultante, les banquiers auront moins de business à maintenir ou à développer. L'offre de certaine banque va se réduire aussi progressivement.
- D'accord.
- Donc ce qui veut dire qu'il va y avoir également en conséquence une concentration de l'activité sur un nombre moins importants de joueurs et surtout une concentration d'activité au niveau du clearing de la compensation. Donc on va centraliser tout le clearing sur trois à quatre cinq joueurs, c'est une conséquence qui est tout à fait inattendue.
- Vous dites que ça va se concentrer sur quatre cinq joueurs , donc quatre cinq banques qui seront membres compensateurs ?
- Mmh Mmh..
- Qui auront après des relations avec la contrepartie centrale ?
- Oui, et dans ce contexte là, il y a une initiative qui est en cours maintenant au niveau de la commission européenne. Chaque règlement européen doit être évalué après deux ou trois ans. Comme EMIR est en place depuis deux ou trois ans, la commission européenne est obligée d'organiser une revue complète de EMIR. Et donc il y a une consultation qui est en route pour l'instant... Je crois que la deadline c'est mi-août je pense... Ça il faut aussi que vous alliez voir ce qu'il y a dedans parce que nous à nouveau, on contribue à une réponse à cette consultation avec la fédération bancaire européenne. Donc cette fédération inclut toutes les autres fédérations des autres pays et nous on contribue. Donc j'ai reçu pas plus tard qu'hier un deuxième draft de réponses. Et honnêtement, enfin je l'ai envoyé à nos membres au niveau du marché belge, et je leur ai confirmé que dans ces papiers ils reprennent vraiment la majorité des commentaires que nous avons déjà faits. Sur les impacts, les problèmes, les risques, les problèmes de concentration, les impacts sur les petits clients, tout est vraiment dedans quoi. Et donc je pense que, en général, lorsque les consultations sont terminées, les réponses aux pu-

blications sont disponibles sur le net. Donc j'imagine que dans quelques semaines on pourra aller les consulter.

- Mon mémoire est à rendre pour le sept aout donc j'imagine que je n'aurai pas accès à ces publications avant de devoir le rendre.
- Sept aout déjà ?
- Oui.
- Sinon il y a eu également dans le contexte de cette revue de EMIR, il y a eu une session d'infos qui a eu lieu. En tout cas ce que vous pourriez faire c'est au moins lire les questions.
- Je suis au courant qu'il y a des consultations mais je n'ai pas parcouru l'ensemble de celles-ci.
- En toute honnêteté, la majorité des points que vous devez incorporer dans votre rapport devrait correspondre à ces questions. Donc ce que je vous propose de faire c'est d'aller accéder aux questions et voir si pour chacune d'elles vous avez déjà un élément de réponse ou une opinion personnelle. Autre chose que je voulais dire, il y a eu récemment l'ISDA qui a mis sur pied avec Clearmond (??) bien sûr, une lettre qui permet à tous les participants dans le marché dérivé de confirmer la classification dans laquelle ils tombent.
- S'ils tombent plutôt comme contreparties financières ou non financières c'est ça ?
- D'une part et d'autre part dans la partie implémentation des obligations de clearing. Il y a quatre types de catégories et en fonction de l'appartenance le timing de mise en œuvre d'obligation de clearing est phasé différemment.
- D'accord.
- Alors c'est de nouveau ça qui est embêtant parce qu'une banque ou un broker qui travaille avec un client, en fonction du type de client qu'il a devant lui, toute la partie administrative, en middle office, back office, etc., est dépendante du type de client qu'il a devant lui, et pour une période qui peut varier de six mois à deux. Donc ça a créé une complexité énorme et on va arriver à des situations où les grandes firmes ne voudront plus travailler avec les petits joueurs qui continuent à travailler par fax., ou qui veulent avoir un traitement particulier, ils vont dire « vos trucs ça ne m'intéresse plus ». C'est un risque réel. Donc ça franchement c'est quelque chose qu'il faut lire. Ils sont même arrivés... Par exemple une initiative qui a été faite en Angleterre et qu'ils essaient de

promouvoir au niveau européen. Ils voudraient créer un registre central avec tous des participants au niveau des marchés dérivés et en regard de chaque participant, est ce que, effectivement, ils tombent sur une obligation de reporting, une obligation de clearing, est-ce qu'ils sont soumis à un phasage oui ou non. Parce qu'il y a eu des situations assez amusantes où différentes banques qui travaillent avec le même client, n'avait pas la même perception du statut de ce client finalement. C'est quand même euh...

- C'est que ce n'est pas clair.
- Donc ça il faut aller voir sur le site de ISDA.
- Il y a juste un point qui ne me paraissait pas très clair concernant l'obligation de compensation. C'est le frontloading requirement, c'est-à-dire que avant que l'obligation de compensation rentre en vigueur, il y a quand même une obligation de compensation pour certains acteurs ?
- Oui si on veut. Donc en fait, à partir du moment où l'obligation de clearing démarre, parce que pour les nouvelles transactions il faut les clearer, il faut également, éventuellement, retourner en arrière. Et on sait réinjecter dans ce système tous ces contrats qui sont en standing.
- Donc ce sont des contrats qui ont été initiés avant la date mais qui sont toujours en cours à ce moment-là ?
- Et que l'on va faire tomber. Et donc ça a aussi des impacts au niveau renégociations des contrats et potentiellement renégociations des tarifs. Ce sont des impacts énormes.
- Oui, oui.
- Et à nouveau, le message que je viens de faire en disant, l'intermédiaire qui fait des contrats avec ses clients, son pricing sera différent en fonction du type de catégories qu'il aura devant lui.
- Donc d'un coup, pour certains gros utilisateurs de produits dérivés qui sont concernés par les frontloading requirement, ont d'un coup des grosses charges en terme de tarifs de compensation etc ?
- Potentiellement. Et alors aussi des impacts sur leurs activités de de middle et de back office, ils vont devoir aussi avoir des plateformes électroniques. Parce qu'avant, la façon de travailler pour les petites boîtes, elles faisaient des transactions avec une banque et limite elles confirmaient par fax à la fin de la semaine. Ici maintenant, il faut que ça soit fait assez rapidement. Si possible de façon électronique. Et le fait de confirmer

de façon électronique permet également de générer un enregistrement pour envoyer au trade repositories. Donc les petites firmes ne sont pas équipées pour cela.

- Oui, elles ne sont pas équipées.
- Ce que j'ai également, ce sont les slides qui ont été utilisées lors de la consultation sur... c'est aussi quelque chose qu'il faut aller voir.
- Ce sont les slides qui ont été présentées lors de quel événement ?
- L'open hearing qui a eu lieu le 18 juin à Londres. C'est une initiative commune des trois régulateurs européens. Et en fait, ils expliquent effectivement, tous les points pour lesquels ils demandaient le feedback du marché.. En fait ils commencent à ouvrir un peu les yeux sur la complexité quoi.
- Le rôle de Febelfin ? c'est de représenter les acteurs de marché belge auprès de l'AEMF etc qui rédigent les standards techniques ? C'est quoi le but de Febelfin ?
- En fait, il y a deux aspects. Il y a une partie de lobby par rapport aux autorités belges ou européennes, ça peut être le gouvernement, les administrations fiscales, le régulateur, la banque nationale, la FSMA et d'autres et il y a aussi l'Europe la représentation permanente dans l'Europe, les députés européens ou en tout cas via EBF. Ça c'est le premier aspect. Le deuxième aspect, c'est d'anticiper dès que possible auprès de nos membres tous les impacts éventuels, et de les aider, les informer, les alerter. Donc c'est pour ça que l'on fait des sessions d'infos etc. Il y a donc vraiment une interaction et tout feedback qui revient de nos membres, on peut à nouveau nous le faire escalader, donc on fait aller l'ascenseur dans les deux sens. Mais pour faire fonctionner cet ascenseur il est important de savoir de quoi on parle donc on doit aussi avoir une certaine expertise. Sinon on joue la boîte aux lettres et on n'a pas de valeurs ajoutées.
- Oui, j'imagine.
- C'est pour ça qu'on doit vraiment entrer au niveau du détail dans ces matières-là. Donc ça honnêtement, je vous recommande aussi d'aller voir. Et à la limite, on peut se re-parler hein. Mais je reconnais que c'est une matière assez technique. J'y travaille aussi depuis 2012, donc ça fait depuis trois ans quoi. Il y a plusieurs étudiants qui ont fait des mémoires...
- Sur ce sujet là ?
- Oui. Dont, en tout cas, une équipe avec Bruno Colmant aussi
- Ah bon ? En quelle année ?

- En 2012 je crois.
- Ah oui ! C'était aux prémices d'EMIR alors...
- Oui. Ils ont eu une bonne cote. Ils ont eu 15 ou 16. Et Bruno Colmant était content.
- Je vais voir s'ils ont mis le mémoire en public ou pas.
- J'imagine que oui.
- J'ai une question plutôt technique pour laquelle je n'ai pas réussi à trouver de réponse en faisant mes recherches. C'est que l'autorité compétente nationale agréée d'abord une contrepartie centrale et notifie l'AEMF. Une fois que l'AEMF est notifiée, elle élabore des normes techniques de régulations
- Ce n'est pas l'AEMF, c'est l'ESMA.
- Oui oui l'ESMA, l'AEMF c'est en français.
- Nous en Belgique c'est la FSMA. Donc c'est le régulateur belge.
- Oui.
- Et en fait tout ceci maintenant est contrôlé par ESMA.
- Donc, une fois, pour chaque notification d'une autorité compétente nationale à l'AEMF de l'agrément d'une contrepartie centrale, l'ESMA doit réécrire des normes techniques de réglementation ou.. ? Comment ça se passe ?
- Non c'est le contraire.
- Parce que j'ai pris mot pour mot dans le règlement EMIR. Ca ne m'a pas paru clair du tout.
- Qu'est-ce qu'il est dit alors ?
- Une fois qu'une autorité compétente nationale agréée une contrepartie centrale pour une catégorie de dérivés...
- Pour une catégorie de dérivés, ah oui d'accord, oui...
- ...Elle notifie l'AEMF. Dans un délai de six mois après cette notification, l'AEMF (la ESMA) élabore et soumet à la commission des projets de normes techniques de réglementations précisant la catégorie de produits dérivés qui devraient être soumise à l'obligation, etc , là où la date à laquelle l'obligation prend effet... Donc les dates de l'obligation de compensation sont différentes pour chaque catégorie de produits dérivés, c'est ça ?
- Oui... Mais la première étape c'est d'évaluer si la classe de produits pour lesquels il y a une offre de compensation. Est-ce que cette classe de produits est potentiellement

éligible pour une obligation de clearing ou pas. Et à chaque fois, il doit y avoir une consultation au niveau du marché et en fonction de la réponse, ils établissent également les critères ou le timing d'implémentation de l'obligation.

- Donc premièrement..
- Donc il y a vraiment deux étapes différentes. Est-ce que la classe de produits est éligible potentiellement à une obligation de clearing et là, ce qu'on a dit dans nos réponses, on dit par exemple « Il n'est pas suffisant que une classe de produits soit clearée par une seule contrepartie centrale pour obliger un clearing obligatoire. » On dit qu'il faut au minimum deux contreparties centrales, il faut qu'il y ait de la concurrence. Il faut de la liquidité du coup il faut aussi assez bien de volume dans ces produits là. Et il faut également trouver des banques ou des brokers qui puissent faire le clearing. Parce que aller dire « Tu es obligé de faire du clearing », il faut trouver un compensateur pour le faire. Si tu ne trouves pas de compensateur tu es coincé.
- Oui.
- Donc effectivement, ici, on parle bien par classe de produits, ils doivent faire une consultation du marché pour voir si on pourrait envisager une obligation de clearing pour ce type de produit là. C'est clair ?
- Ça c'est un sujet sur lequel j'ai eu du mal à trouver des informations... Quels produits dérivés sont déjà soumis à.. ?
- Ah, c'est sur le site de l'ESMA. Il faut aller voir sur le site de l'ESMA et EMIR, ils ont deux data base . Une data base reprend toutes les contreparties centrales qui ont été acceptées. Et la deuxième data base reprend tous les types de produits clearés et si il y a une obligation de clearing oui ou non. Donc tout est sur le site. A nouveau, il faut chercher un peu.
- Oui oui. Ok. Donc pour récapituler. Premièrement on voit quelle catégorie doit être compensée. Après une contrepartie centrale fait une demande d'agrément pour clearer cette catégorie...
- Donc chaque contrepartie centrale, au niveau... On part du point de départ. Un des objectifs de EMIR, c'est d'avoir un level playing field ? ,O une harmonisation du contrôle des contreparties centrales en Europe. Et donc pour ce faire, toutes les contreparties centrales qui sont actives en Europe ont du se faire réautorisées.
- D'accord.

- Donc il y a un processus d'autorisation, il y a le conseil de gouvernance, il y a tous les modes de fonctionnement, le garantie, protection etc. Et puis après les contreparties centrales doivent également définir toute une liste de produits pour lesquels ils peuvent avoir un agrément au niveau domestique. Et puis après ça remonte au niveau européen. Et alors il y a une deuxième étape puisque qu'on s'est dit « Ah tiens, s'ils clearent ce produit là, on ne peut pas envisager de voir s'il faudrait un clearing obligatoire oui ou non. »
- A d'accord. Ok. Parce qu'il y a le clearing et le clearing obligatoire. C'est ça qui me perturbait.
- En fait aujourd'hui, il y a un certain nombre de produits pour lesquels on peut faire du clearing et qui sont négociés sur des plateformes électroniques, négociés en bourse. Pour lesquels il y a aujourd'hui déjà des arrangements de clearing. Mais une grande partie de ces produits-là peuvent aussi se négocier de gré à gré avec des échéances ou des montants un petit peu particuliers. On dit qu'ils ne sont pas standardisés.
- Oui, d'accord. Les banques se positionnent souvent comme membres compensateurs ou elles offrent des services de reporting ?
- En Belgique, oui il y a en a certains qui font du reporting pour le client. En termes de compensateurs, si ma mémoire est bonne, il doit pas y en avoir. Ou il n'y en avait pas. Peut-être qu'il sont en train de regarder ... Mais ça c'est en dehors de Febelfin. Leurs offres commerciales, on n'intervient pas là-dedans.
- Oui. Vous avez des clients qui sont des banques ?
- Dans nos membres, ce sont tous des acteurs des secteurs financiers, banques, sociétés de bourse, ...
- Très bien. J'imagine que je retrouverai les réponses à la plupart de mes questions dans les documents.
- D'abord, il faut vraiment. ... On a fait une après-midi, tout était couvert. Par exemple on a un problème au niveau belge qui est presque ... En fait on a eu un problème pour définir les statuts de toutes les entreprises parastatales, pararégionales, des sociétés d'investissement wallonnes ou des communes, ou des provinces. Certains sont actifs en dérivés, et on avait des problèmes pour arriver à les classer.
- Il y a une exemption provisoire pour les fonds de pension. Pourquoi ?
- Pourquoi ? Parce que le problème est vraiment simple. Tous les fonds de pension ou les

fonds d'investissements, les fonds de pension c'est encore plus graves à la limite, si on leur demandait de respecter à la lettre toutes les obligations EMIR, ils devraient déposer en garantie une partie de l'argent qu'ils gèrent. Et en fait, c'est contraire au principe du gestionnaire d'un fond de pension. Tu ne peux pas prendre l'argent et demander la garantie et si jamais la contrepartie centrale tombe en faillite, ton argent tu ne le retrouveras plus jamais ! Et donc le marché hollandais a vraiment fait un lobbying intense au début, puis ils ont tenu un premier rapport puis un deuxième rapport. Et je pense et même suis assez persuadé qu'en résultante de cette revue organisée par la commission européenne, il y aura sans doute une exemption définitive.

- Ok.
- Il y a pas mal de choses que la commission va accepter de revoir. Par exemple, pour le reporting qui est fait en bilatéral. Je ne serai pas étonné qu'ils acceptent qu'on repasse à un reporting unilatéral et que ce soit l'intermédiaire financier qui s'occupe du reporting. Et pas qu'il y ait les deux jambes et qu'on n'arrive pas à les réconcilier, ce qui est un peu idiot. Et on veut également, dans les propositions, supprimer l'obligation de reporting pour les ? ?(inaudible) counter parties. Ça sert quand même à rien. Pour les petites contreparties non financières, ce n'est pas eux qui créent un risque systémique. Donc on a toute une série de.. bon c'est une question de bon sens si on veut, qu'on va faire la commission et on espère qu'ils vont les prendre en compte. Donc l'histoire des fonds de pension, c'est évident.
- Donc tout ce qui a déjà été fait jusqu'à présent ne sera pas forcément gardé dans le futur, ça va encore changer ?
- On espère.
- J'en ai juste une dernière. Dans le règlement EMIR, l'AEMF et l'EBA, l'autorité bancaire européenne, élaborent et rédigent les standards techniques. Sont-ils conjoints ou certains s'occupent des standards techniques de telle matière, l'autre de telle matière ? Ça reste la EMF, enfin l'ESMA pour être plus clair, l'acteur le plus impliqué dans l'élaboration des standards techniques ?
- Si on veut oui. Sauf pour la partie impact des changements pratiques sur le collatéral ou là, c'est effectivement le EBA qui doit intervenir parce qu'on est lié à CRD IV etc. Donc ils sont obligés de travailler en partenariat sinon s'ils le faisaient chacun de leur côté, on pourrait retrouver des incohérences au final. Et un des aspects, ce sont les impacts. . . En

fait les impacts sur les ratio de capital découlent de deux activités, soit le fait de trader en OTC (donc là on a mis des nouvelles règles de collateral etc.), le premier aspect.. et le deuxième aspect ce sont les intermédiaires financiers qui veulent être compensateurs, qui veulent être clearing members, il y a également du collatéral à bloquer. C'est quand même important et donc ça a un impact sur les ratios au final. Tout est lié au final.

- Bon eh bien... nous avons couvert l'ensemble de mes questions.
- Ok.
- Le reste sera dans les documents dont vous m'avez parlé de toute façon. J'ai bien noté les références. Je vous remercie en tout cas pour votre temps. Vos réponses et vos documents me seront très utiles pour la suite de mon mémoire. Merci encore.