



NEXIASEARCH

EMIR : Evolution et Impact sur le Marché des Dérivés

**ANTOINE JACQUET
ADRIEN DELEPLACE**

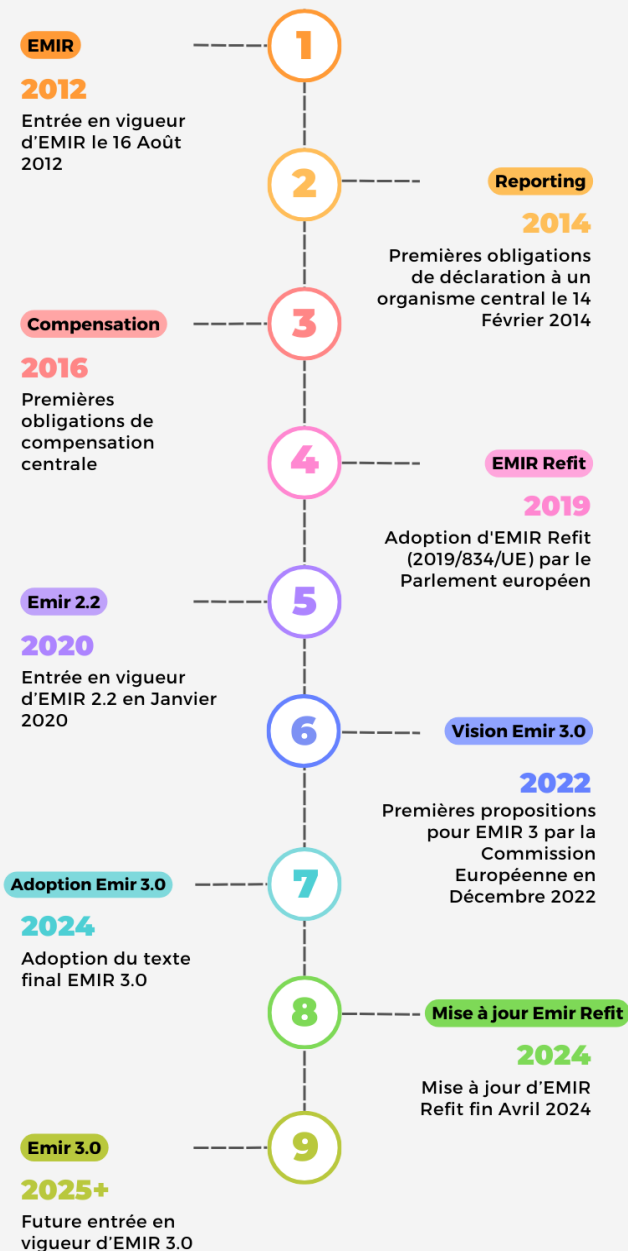
THINK SMART  ACT DIFFERENT

TABLE DES MATIÈRES

• Introduction	3
• EMIR	4
• Premières mises à jour	5
• Evolution d'Emir REFIT	6
• EMIR 3.0	7
• Quelques chiffres clés	8
• Conclusion	9

INTRODUCTION

EMIR



Dans un contexte financier international de plus en plus connecté et interdépendant, la réglementation EMIR (European Market Infrastructure Regulation) représente une pierre angulaire dans l'effort de l'Union Européenne pour accroître la transparence, réduire les risques de contrepartie et promouvoir la stabilité financière à travers le marché des dérivés. Adoptée en réponse à la crise financière de 2008, cette réglementation vise à encadrer le marché des dérivés OTC (Over The Counter), en imposant des exigences strictes en termes de déclaration des transactions, de compensation par des contreparties centrales et de gestion des risques.

Au fil des ans, l'évolution constante des marchés financiers et des pratiques de trading a nécessité des mises à jour d'EMIR, afin d'adapter le cadre réglementaire aux nouvelles réalités du marché tout en continuant de protéger l'économie contre les risques systémiques. Ces mises à jour ont également pour but de simplifier certaines exigences pour les participants au marché, en particulier les petites contreparties financières, et d'améliorer la qualité des données disponibles pour les régulateurs.

Notre note réglementaire se propose de synthétiser ces évolutions au travers d'une analyse chronologique, débutant avec l'introduction d'EMIR tel que publié initialement, suivie par l'examen des modifications apportées par EMIR 2.1, plus communément appelé EMIR Refit, qui a introduit des allègements significatifs pour certaines contreparties. Nous poursuivrons avec EMIR 2.2, qui a ajusté les cadres de surveillance des contreparties centrales, avant d'aborder les récentes mises à jour d'EMIR Refit prévues pour 2024, lesquelles visent à renforcer davantage la réglementation notamment au travers d'exigences de reporting accrues. Enfin, nous évoquerons les perspectives d'une future version, EMIR 3.0, anticipant les tendances et les défis réglementaires des années à venir. Cette analyse vise à éclairer les institutions financières sur les impacts de ces réglementations et les préparatifs nécessaires pour assurer une conformité continue et efficace.

EMIR

RÈGLEMENT UE 648/2012

Le règlement sur les infrastructures de marché européennes fait partie des nouvelles contraintes imposées aux acteurs financiers dans le but de sécuriser et stabiliser les marchés dans le contexte post-crise financière. L'objectif du règlement EMIR est de réduire les risques liés aux transactions sur produits dérivés échangés de gré à gré qui peuvent affecter le système financier Européen, le défaut d'une entité pouvant entraîner un risque de faillite en chaîne. Pour cela, le règlement vise à augmenter la transparence et réduire le risque opérationnel du marché des dérivés de gré à gré, ainsi qu'à diminuer le risque de contrepartie. Entré en vigueur le 16 août 2012, le règlement repose sur trois obligations.

Obligation de compensation centrale:

Cette obligation s'applique sur des produits dérivés de gré à gré dépassant des seuils de compensation obligatoire. Les produits éligibles et seuils minimaux sont définis et rendus disponibles par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). La compensation doit être réalisée dans une chambre de compensation autorisée conformément à la réglementation EMIR. Cette obligation est entrée progressivement en application depuis juin 2016.

Utilisation d'un ensemble de méthodes visant à réduire le risque opérationnel et le risque de contrepartie pour les contrats qui sont non compensés centralement:

Les contrats non éligibles à la compensation centrale sont soumis aux obligations suivantes:

- La confirmation rapide, si possible électronique, des transactions des contrats OTC.
- La valorisation quotidienne des contrats OTC.
- La réconciliation des portefeuilles entre les contreparties dans le but d'éviter des écarts sur des caractéristiques importantes des contrats (valeur, date de maturité, date de paiement, etc...).
- Accord de gestion des différends portant sur la reconnaissance et valeur des contrats ainsi que l'échange de collatéral.
- La compression des portefeuilles (i.e. réduction du nombre de contrats dont les risques se compensent sans affecter le montant total exposé).
- Echanges de collatéraux entre les contreparties. Les marges initiales sont rentrées en application progressivement de 2017 à 2022, il s'agit du montant initial prérequis de collatéral pour couvrir la position. Cet élément est devenu obligatoire d'abord pour les positions supérieures à 3000 milliards d'euros en 2017, puis progressivement jusqu'aux positions supérieures à 8 milliards fin 2022. Les marges de variation sont rentrées en vigueur en 2017 pour toutes les contreparties indépendamment des positions, celles-ci représentent les échanges quotidiens entre les contreparties pour couvrir les variations de valeur des positions.

Déclaration des transactions financières:

Tout accord, cessation ou modification d'un contrat portant sur un produit dérivé qualifié d'instrument financier au sens de MIFID doit faire l'objet d'une déclaration auprès d'un référentiel central référencé par l'AEMF. Chaque contrepartie doit effectuer une déclaration. Tout utilisateur de produits dérivés doit respecter cette obligation.

De plus, le règlement EMIR prévoit un cadre concernant l'approbation et la supervision des chambres de compensation ainsi que la supervision et l'enregistrement des référentiels centraux par l'AEMF.

EMIR – Premières mises à jour

EMIR 2.1 (ou REFIT) - RÈGLEMENT UE 834/2019

Adoptée en mai 2019, la réforme EMIR Refit a été initiée pour alléger certaines obligations pesant sur les petites contreparties financières (FC) et les contreparties non financières (NFC), ainsi que pour simplifier certaines règles qui s'étaient avérées trop complexes ou peu utiles en pratique. L'objectif principal d'EMIR Refit était d'optimiser les exigences de déclaration et de compensation ainsi que d'améliorer la qualité des données disponibles pour les autorités de régulation.

Les éléments clés de la réforme sont les suivants :

- Exemption de l'obligation de compensation des dérivés OTC pour les contreparties financières dont les positions ne dépassent aucun seuil de compensation.
- Les contreparties non-financières dépassant au moins l'un de ces seuils ne seront soumises à l'obligation de compensation que pour la classe d'actif dont le seuil est dépassé.
- Amélioration de la qualité des données : Renfort des exigences de déclaration (Article 9).

Ces modifications apportent une réduction des coûts et de la charge administrative en particulier pour les NFCs grâce aux exemptions de compensation. Cela a aussi pour effet d'améliorer la transparence sur le marché des dérivés avec des déclarations renforcées.

EMIR 2.2 - RÈGLEMENT UE 2019/2099

La mise en application en janvier 2020 de la deuxième réforme d'EMIR, connue sous le nom d'EMIR 2.2, est le résultat d'une nécessité d'améliorer la réglementation et la surveillance des chambres de compensation en raison de leur rôle de plus en plus crucial dans le système financier.

Les axes principaux d'EMIR 2.2 sont:

- Améliorer la convergence et la cohérence de la supervision des contreparties centrales.
- Mise en place d'un système de catégorisation des CCP opérant en dehors de l'UE, évaluant l'impact systémique potentiel de ces CCP sur l'Union européenne. Les CCP dites « Tier 1 » sont considérées comme ayant un impact limité sur la stabilité financière globale. Les CCP de « Tier 2 » ont une importance systémique substantielle, et peuvent faire l'objet de restrictions.
- EMIR 2.2 confie à l'AEMF la responsabilité de surveiller les évolutions réglementaires et de supervision dans les pays tiers, notamment en ce qui concerne la compatibilité du cadre réglementaire avec celui de l'UE.

Dans un contexte où la faillite d'une chambre de compensation peut avoir des effets catastrophiques sur le système financier dans son ensemble, cette mise à jour renforce la gouvernance des CCP dans le cadre d'EMIR et vise à atténuer le risque systémique posé par les CCP opérant dans et hors l'Union Européenne.

Évolution d'EMIR Refit – Avril 2024

La mise à jour d'EMIR Refit, entrant en application fin avril 2024, vise à renforcer la réglementation en prenant en compte l'évolution du marché des dérivés et les leçons tirées de la mise en œuvre d'EMIR Refit. Cette révision est conçue pour aborder des défis spécifiques identifiés depuis 2019 et pour intégrer des améliorations technologiques qui peuvent faciliter la conformité. Là où EMIR Refit apportait à l'origine un allègement des obligations de compensation, sa mise à jour apporte des exigences supplémentaires pour les contreparties financières, en particulier au niveau du reporting.

Éléments majeurs de la mise à jour

1. Augmentation du nombre de champs à déclarer :

La mise à jour implique que 77 nouveaux champs doivent être déclarés contre seulement 3 supprimés. Le nombre de champs à déclarer passe donc de 129 à 203, tout en imposant une évolution de 67 des champs préexistants. Seuls 59 champs restent inchangés.

2. Augmentation du nombre de champs à réconcilier :

Le nombre de champs à réconcilier passe à 85 en 2024, soit une augmentation d'une trentaine de champs.

En 2026, ce nombre passera à 149 champs à la suite de l'ajout des nouveaux champs.

3. Déclaration des erreurs et des omissions :

La mise à jour d'EMIR Refit aborde directement les défis liés à la qualité des données dans le reporting des transactions en imposant aux entités concernées l'obligation de signaler les erreurs et les omissions à leur autorité nationale. Pour faciliter ce processus, l'AEMF fournira un modèle standardisé identifiant les principales typologies d'erreurs significatives, incluant les problèmes de sous-déclaration ou de sur-déclaration, les incohérences ou erreurs dans les champs de données, les erreurs de calcul de valorisation, ainsi que les erreurs concernant les informations de compensation.

4. Introduction d'un nouveau format de reporting standardisé :

Toujours dans une optique de permettre un contrôle précis de la donnée, la mise à jour impose un nouveau format ISO 20022 remplaçant les formats existants (CSV, Json, etc...)

Ainsi, La mise en œuvre d'EMIR REFIT présente des défis technologiques et organisationnels majeurs, nécessitant une refonte des processus et outils dans un délai serré. Les institutions financières doivent assurer une haute qualité et traçabilité des données pour le reporting et adapter leurs systèmes au format ISO 20022. Une gouvernance renforcée, un dispositif de contrôle rigoureux, et une formation approfondie des employés sont essentiels pour une transition réussie.

La prochaine Etape – Version 3.0

Le 7 février 2024, le Parlement européen, le Conseil de l'Union européenne et la Commission européenne ont convenu du texte final de la proposition de révision majeure du règlement EMIR, communément appelée EMIR 3.0. Cette nouvelle version vise à améliorer la compétitivité du cadre de compensation central de l'UE (notamment par rapport aux CCPs du Royaume-Uni et des États-Unis) tout en assurant un plus grand contrôle sur les activités de compensation, en coopération avec l'AEMF.

Propositions majeures de la mise à jour

1. Obligation de compte actif :

Afin de réduire l'exposition des institutions financières aux CCPs des pays tiers par rapport à celles de l'UE, EMIR 3.0 introduit la notion de « compte actif ». Les FCs et NFCs de l'UE soumises aux obligations de compensation devront compenser une partie des produits jugés systémiquement importants (par l'AEMF) via des comptes actifs auprès de CCPs de l'UE. Le périmètre des produits éligibles contiendrait pour l'instant les produits dérivés de taux d'intérêt en euros et en zloty polonais, ainsi qu'aux produits dérivés de taux d'intérêt à court terme (STIR) en euros.

2. Transparence :

Les entités sujettes à EMIR fournissant des services de compensation à la fois auprès d'une CCP de l'UE et d'une CCP non-UE devront informer leurs clients de la possibilité, si elle existe, de passer par une CCP de l'UE. Les entités proposant des services de compensation de CCPs non-UE devront fournir un reporting détaillé aux autorités compétentes sur ces activités.

3. Compensation :

- Une exemption de compensation est rajoutée pour les FCs et NFCs de l'UE effectuant des transactions avec des régimes de pension établis dans des pays tiers pour lesquels le régime de pension n'est pas soumis à l'obligation de compensation localement.
- EMIR 3.0 souhaite revoir à la hausse le scope de titres éligibles à la compensation obligatoire.
- EMIR 3.0 modifie le calcul de la position relative des contreparties (FC et NFC) par rapport aux seuils de compensation obligatoires.

4. Autres évolutions:

- Les limites d'exposition au risque de contrepartie existantes dans les réglementations UCITS et MMF sont supprimées dans le cas de transactions de dérivés sous compensation centrale auprès de CCPs autorisées ou reconnues conformément à EMIR.
- Le système de classification des CCPs des pays tiers introduit par EMIR 2.2 est revu. Le cadre de reconnaissance des CCPs de « Tiers 1 » est assoupli. Cependant pour les CCPs de « Tiers 2 » les exigences sont renforcées.

La publication du texte final d'EMIR 3.0 est attendue d'ici la fin du T2 2024 et le point clé de cette mise à jour, l'obligation de compte actif, ne fait pas l'unanimité en raison d'un manque de clarté du ratio bénéfices/coûts engendré par les contraintes liées à cette mise à jour. La mise en application peut être attendue dès début 2025.

Quelques chiffres clés

715 Trillions

Données à Fin juin 2023

Notionnel global des produits dérivés OTC

574 Trillions

Notionnel des produits dérivés de taux (IRD)

120 Trillions

Notionnel des produits dérivés de change

20 Trillions

Notionnel cumulé des produits dérivés de crédit, d'actions et de matières premières

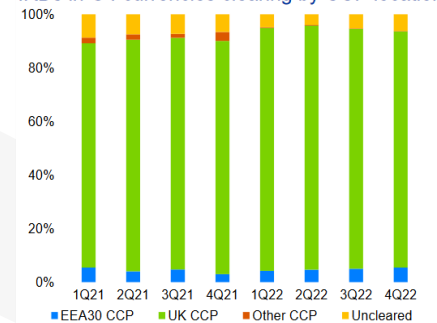
13

Chambres de compensation majeures dans le monde

94%

Des contrats swaps sur les taux d'intérêts libellés en Euros sont compensés en UK fin 2021

IRDs in G4 currencies clearing by CCP location



Note: Percentages of cleared and uncleared quarterly notional amounts by location of CCP for interest rate derivatives in G4 currencies. Sources: TRs ESMA.

Notionnel compensé centralement

Données à Fin juin 2023

IRD

≥ 75%

Stable depuis 2017

CDS

36% → 70%

Évolution depuis 2016

FX

≈ 0% → 4%

Évolution lente depuis l'application d'EMIR (2012)

EMIR, un pari réussi ?

Résumé des mises à jour d'EMIR

Depuis son introduction, EMIR a subi plusieurs mises à jour cruciales pour répondre aux évolutions des marchés financiers.

La version initiale visait principalement à augmenter la transparence et la sécurité des marchés de produits dérivés. EMIR 2.1, connu sous le nom de Refit, a spécifiquement cherché à alléger et simplifier les obligations de reporting pour les contreparties non financières, dans un effort de rendre la réglementation moins onéreuse pour ces acteurs. En complément, EMIR 2.2 va plus loin dans la structuration de la gouvernance des chambres de compensation, en réponse à leur importance systémique grandissante.

En revanche, la mise à jour suivante portant sur EMIR Refit, a marqué une intensification des exigences réglementaires, notamment par l'augmentation des champs à déclarer et à réconcilier, renforçant ainsi les normes de reporting pour assurer une plus grande transparence et un meilleur suivi des risques.

Les perspectives d'EMIR 3.0 promettent de continuer sur cette voie tout en favorisant la compensation au sein des CCPs de l'UE.

Impact sur les marchés des produits dérivés

Depuis l'introduction d'EMIR, le marché des produits dérivés OTC a connu une augmentation notable de ses encours en termes de notionnel, ce qui souligne l'importance de cette réglementation.

La mise en œuvre d'EMIR a encouragé la compensation des produits dérivés à travers des contreparties centrales, ce qui a contribué à une augmentation relative du volume des dérivés compensés, en particulier pour les produits de taux, les CDS, et plus progressivement pour les produits FX, plus difficiles à standardiser. Cette évolution démontre que la réglementation a réussi, malgré les contraintes imposées aux acteurs du marché, à favoriser la compensation centrale des produits dérivés.

Toutefois, bien que la compensation des produits dérivés soit désormais plus répandue, elle reste prédominante en zone UK comparativement à la zone européenne, notamment pour les produits de taux. Ce constat met en lumière le besoin persistant d'accroître l'attractivité des chambres de compensation européennes, objectif principal de la future version EMIR 3.0.

Critiques adressées à EMIR

Malgré ses succès, EMIR n'est pas exempte de critiques. La centralisation du risque dans les chambres de compensation peut potentiellement créer des points de défaillance systémique, en particulier lors de chocs majeurs affectant plusieurs acteurs.

De plus, Le 'wrong way risk' reste une préoccupation importante. En effet, en temps de crise, la demande pour les obligations souveraines augmente. Ces obligations représentant la majorité des collatéraux en Europe, une crise rendrait plus difficile la collatéralisation des transactions, empêchant ainsi les contreparties financières de se couvrir en période critique. Cette situation est exacerbée par le fait que, pendant ces périodes, les exigences en matière de marges de collatéral sont généralement rehaussées.

Enfin, les coûts opérationnels associés à la mise en conformité avec EMIR peuvent être substantiels, surtout pour les petits acteurs qui peuvent trouver ces exigences disproportionnées par rapport à leur taille.

RÉFÉRENCES

- Autorité des Marchés Financiers (AMF)
- European Securities Markets Authority (ESMA)
- Commission Européenne (CE)
- Règlement (UE) 648/2012 - EMIR
- Règlement délégué (UE) 2016/2251 – Complément EMIR
- Règlement (UE) n°2019/834 - EMIR Refit
- Règlement (UE) n°2019/2099 - EMIR 2.2
- Règlement délégué (UE) n°2022/1855 - Mise à jour EMIR Refit 2024
- SG (2024) "EMIR : Règlement sur les infrastructures de marché européennes et produits dérivés"
- ISDA (2023) "Key trends in the size and composition of OTC derivatives markets in the first half of 2023"
- BIS (2023) "OTC derivatives statistics at end-June 2023«
- BIS (2023) "Liquid assets at CCPs and systemic liquidity risks"
- EY (2023) "Défis et mesures à l'aube de l'entrée en vigueur d'EMIR REFIT »

NEXIALOG CONSULTING

ACTUARIAT**GESTION DES RISQUES****DATA****FINANCE DURABLE**

Nexialog Consulting est un cabinet de conseil spécialisé en Stratégie, Actuariat, Gestion des risques et Data qui dessert aujourd'hui les plus grands acteurs de la banque et de l'assurance. Nous aidons nos clients à améliorer de manière significative et durable leurs performances et à atteindre leurs objectifs les plus importants.

Les besoins de nos clients et les réglementations européennes et mondiales étant en perpétuelle évolution, nous recherchons continuellement de nouvelles et meilleures façons de les servir. Pour ce faire, nous recrutons nos consultants dans les meilleures écoles d'ingénieur et de commerce et nous investissons des ressources de notre entreprise chaque année dans la recherche, l'apprentissage et le renforcement des compétences.

Quel que soit le défi à relever, nous nous attachons à fournir des résultats pratiques et durables et à donner à nos clients les moyens de se développer.

CONTACTS

Retrouvez toutes nos publications sur Nexialog R&D

www.nexialog.com

ALI BEHBAHANI

Associé, Fondateur

 +33 (0) 1 44 73 86 78

 abebahani@nexialog.com

PIERRE GINESTE

Directeur Global Markets

 +33 (0)6 12 68 29 71

 pgineste@nexialog.com

CHRISTELLE BONDOUX

Associée, Directrice Commerciale, Recrutement & Marketing

 +33 (0) 1 44 73 75 67

 cbondoux@nexialog.com

BAPTISTE BOBEL

Account Manager Global Markets

 + 33(0) 6 64 59 12 48

 bbobel@nexialog.com