

RÈGLEMENT EUROPÉEN EMIR :

LES IMPACTS DU RÈGLEMENT EMIR EN MATIÈRE DE GESTION D'ACTIFS

Les impacts du règlement EMIR en matière de gestion d'actifs

Le présent guide a pour objet de présenter les principaux impacts du règlement européen n° 648/2012 sur les produits dérivés négociés de gré à gré (« OTC »), les chambres de compensation et les référentiels centraux (« EMIR ») en matière de gestion d'actifs.

Sommaire

Qu'est-ce qu'EMIR ?	2
Quel est le champ d'application d'EMIR en termes de produits ?	2
Quel est l'impact d'EMIR sur les gestionnaires ?	2
Quelles sont les principales obligations mises à la charge des contreparties financières ?....	2
1. Obligation de compenser certains contrats dérivés OTC auprès d'une chambre de compensation agréée.....	3
2. Obligations relatives aux produits dérivés OTC non compensés	4
2.1. Confirmation rapide des contrats dérivés de gré à gré à partir du 15 mars 2013.....	4
2.2. Valorisation quotidienne des contrats dérivés de gré à gré à partir du 15 mars 2013.....	5
2.3. Gestion des différends à partir du 15 septembre 2013	6
2.4. Réconciliation des portefeuilles à partir du 15 septembre 2013	6
2.5. Compression des portefeuilles à partir du 15 septembre 2013	6
2.6. Echange de garanties (date d'entrée en vigueur à venir).....	6
3. Obligation de déclaration liée à la conclusion, la modification ou l'extinction d'un contrat dérivé	7
Quelles sont les principales obligations mises à la charge des contreparties non financières ?	7
En savoir plus.....	8
Les textes de références	8

Qu'est-ce qu'EMIR ?

Le règlement européen EMIR, en date du 4 juillet 2012, est entré en vigueur le 16 août 2012. Il vise à rendre les marchés européens de produits dérivés plus sûrs et plus transparents.

Il instaure de nouvelles obligations en la matière, à la charge des contreparties qu'il qualifie de « financières » et de « non-financières ».

Quel est le champ d'application d'EMIR en termes de produits ?

La majorité des obligations prévues par EMIR sont liées à la conclusion de contrats financiers ou, autrement dit, d'instruments financiers à terme¹ (contrats dérivés) négociés de gré à gré (OTC), c'est-à-dire dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé européen (ou sur un marché d'un pays tiers considéré comme équivalent à un marché réglementé).

Toutefois, l'obligation de déclaration à un référentiel central (« *trade repository* » ou « TR ») concerne tous les contrats dérivés conclus par la société de gestion de portefeuille et les OPCVM ou les fonds d'investissement alternatifs (FIA) qu'elle gère, que ces contrats dérivés soient OTC ou non.

En revanche, EMIR ne régit pas le recours par une contrepartie aux techniques de gestion efficace de portefeuille (par exemple, à des cessions temporaires de titres).

Les contrats dérivés négociés sur des plateformes multilatérales de négociation :

Certains contrats dérivés (comme par exemple les options sur actions ou contrats dérivés sur le gaz) sont parfois négociés sur des plateformes multilatérales de négociation (MTF). Dans la mesure où ils ne sont pas exécutés sur un marché réglementé européen (ou sur un marché d'un pays tiers considéré comme équivalent à un marché réglementé), ils sont considérés, dans le cadre d'EMIR, comme des contrats dérivés OTC.

Quel est l'impact d'EMIR sur les gestionnaires ?

EMIR qualifie de « contreparties financières » les OPCVM et, le cas échéant, leurs sociétés de gestion agréées conformément à la directive UCITS IV², ainsi que les FIA gérés par des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs agréés ou enregistrés conformément à la directive AIFM³.

Les sociétés de gestion de portefeuille, ainsi que les OPCVM ou FIA qu'elles gèrent, sont donc généralement considérés comme des « contreparties financières » au sens d'EMIR. Il en va ainsi, par exemple, pour les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) et les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) gérés par des gestionnaires agréés ou enregistrés selon la directive AIFM.

Ils doivent alors respecter les obligations prévues par EMIR pour cette catégorie d'acteurs lorsqu'ils concluent des contrats dérivés OTC (et les contrats assimilés pour les besoins d'EMIR).

Quelles sont les principales obligations mises à la charge des contreparties financières ?

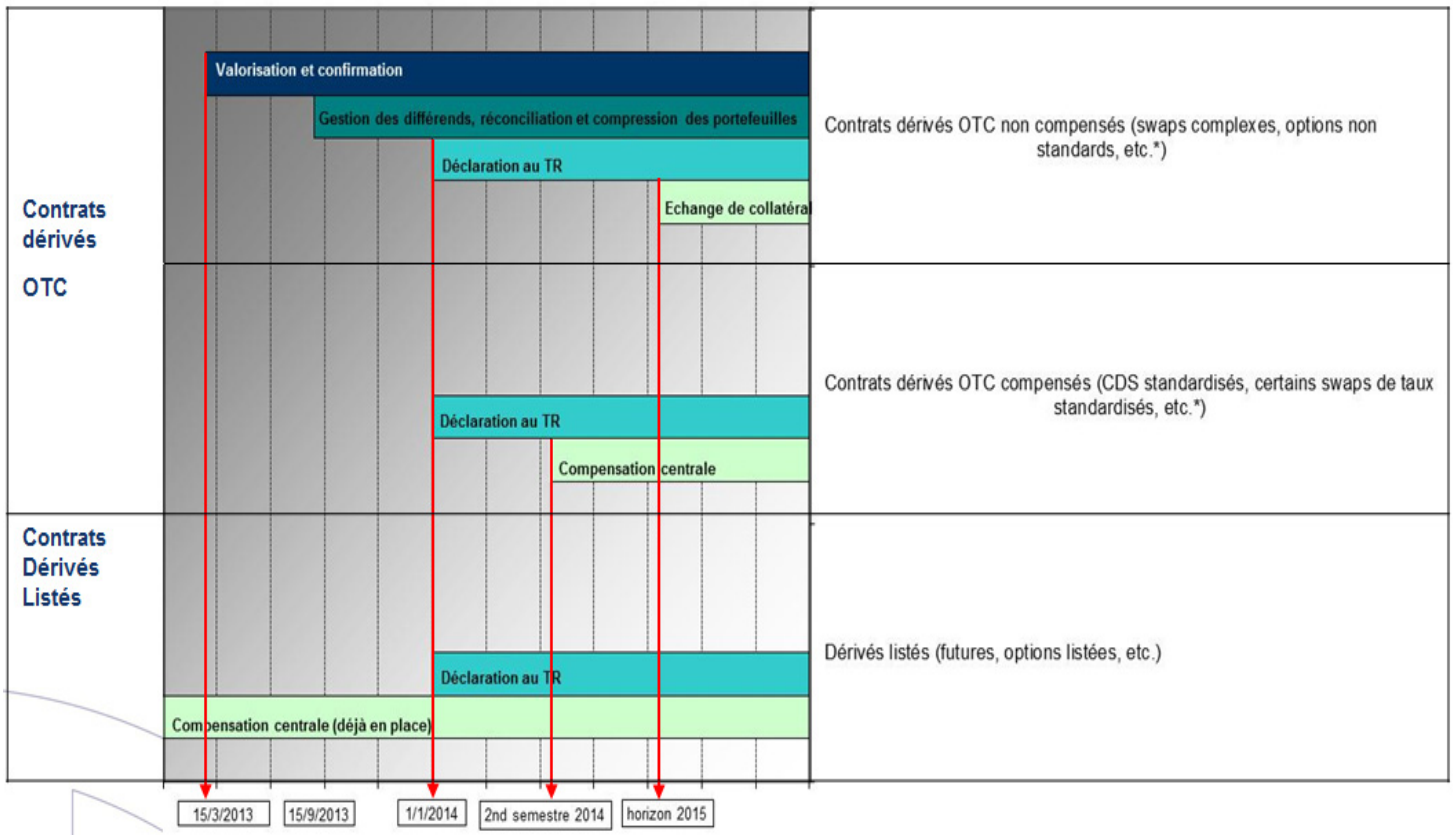
EMIR impose aux acteurs de la gestion d'actifs qualifiés de « contreparties financières » plusieurs obligations nouvelles : compenser les produits dérivés OTC considérés par l'ESMA comme éligibles à la compensation (1.), mettre en place des techniques d'atténuation des risques pour les contrats non compensés par une contrepartie centrale (2.) et respecter des exigences de transparence (3.).

¹ Le règlement EMIR renvoie à l'annexe I, section C, points 4 à 10, de la directive 2004/39/CE.

² Directive européenne n° 2009/65/CE

³ Directive européenne n° 2011/61/UE

Principales obligations mises à la charge des contreparties financières – date d'entrée en application



Source : AMF

* Dans l'attente de l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation centrale (voir §1.), tous les contrats dérivés OTC conclus par des contreparties financières doivent respecter les procédures et obligations prévues pour les contrats dérivés OTC non compensés, selon leur date d'entrée en vigueur respective.

1. Obligation de compenser certains contrats dérivés OTC auprès d'une chambre de compensation agréée

Seuls devront obligatoirement être compensés, auprès d'une chambre de compensation, les contrats dérivés qui seront considérés par l'ESMA comme éligibles à un tel mécanisme en fonction de conditions relatives au degré de standardisation des termes contractuels et des procédés opérationnels des catégories de contrats dérivés visés, à leur volume et à leur liquidité, ainsi qu'à l'accessibilité à une information fiable et juste sur leur prix.

Ces conditions, ainsi que le calendrier de mise en œuvre, doivent être précisés dans des standards techniques élaborés aux termes d'une procédure d'éligibilité des produits conduite par l'ESMA. L'obligation de compensation centrale ne devrait donc pas être effective avant le second semestre 2014. Cette obligation suppose en outre qu'entre-temps des chambres de compensation aient été autorisées conformément au règlement EMIR.

Lorsque cette obligation sera effective, les contrats dérivés OTC éligibles à la compensation centrale devront être compensés auprès d'une chambre de compensation agréée au titre d'EMIR, via des adhérents compensateurs (voire des clients de ces derniers grâce à des accords de compensation indirects). La chambre procédera à des appels de marge (marges initiales et marges de variation), auxquels il devra être répondu uniquement avec des actifs très liquides (tels que du cash, de l'or, des obligations d'Etat ou d'entreprise de haute qualité, ou des obligations garanties) et présentant un risque de crédit et un risque de marché faibles.

L'articulation de la limite sur le risque de contrepartie avec l'obligation de compenser certains contrats dérivés OTC :

La directive 2009/65/CE (UCITS IV) prévoit que le risque de contrepartie d'un OPCVM coordonné dans une transaction sur instruments dérivés de gré à gré ne peut excéder 10 % de ses actifs lorsque la contrepartie est un établissement de crédit, ou 5 % de ses actifs dans les autres cas.⁴ Cette disposition a été transposée en France à l'article R 214-21 du code monétaire et financier. On entend par risque de contrepartie « le risque de perte pour l'OPCVM résultant du fait que la contrepartie à une transaction peut faillir à ses obligations avant que la transaction ait été réglée de manière définitive sous la forme d'un flux financier»⁵. Afin de calculer ce risque de contrepartie, le *Committee of European Securities Regulators (CESR)*⁶ a prévu que l'OPCVM doit prendre en compte les garanties octroyées à un prestataire de services d'investissement et leurs variations subséquentes, relatives aux contrats financiers négociés de gré à gré, qui ne sont pas protégées par des règles de protection des avoirs des clients ou d'autres règles similaires permettant de protéger l'OPCVM contre les risques de faillite du prestataire de services d'investissement.

Toutefois, la question se pose de savoir comment apprécier ce risque de contrepartie, par exemple vis-à-vis de l'adhérent compensateur ou du client de ce dernier.

L'appréciation du risque de contrepartie en ce qui concerne les contrats financiers de gré à gré qui devront être compensés en application du règlement EMIR fait actuellement l'objet de discussion au niveau européen. L'AMF tiendra informés les acteurs des évolutions potentielles et des clarifications de textes sur ce point.

Un registre sera publié sur le site internet de l'ESMA pour identifier notamment les catégories de produits dérivés soumis à l'obligation de compensation centrale et les modalités de compensation associées (chambre de compensation compétente, dates d'entrée en vigueur, etc.).

Période transitoire : la mise en œuvre de ces mesures dans l'attente de l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation centrale :

Dans l'attente de l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation centrale (voir §1.), tous les contrats dérivés OTC conclus par des contreparties financières doivent respecter les procédures et obligations présentées ci-dessous, selon leur date d'entrée en vigueur respective.

2. Obligations relatives aux produits dérivés OTC non compensés

Pour les contrats dérivés OTC qui ne feraient pas l'objet d'une compensation centrale, EMIR impose que soient prises différentes mesures.

2.1. Confirmation rapide des contrats dérivés de gré à gré à partir du 15 mars 2013

EMIR exige que les termes des contrats dérivés OTC non compensés par une chambre de compensation fassent l'objet d'une confirmation rapide, lorsque cela est possible, par des moyens électroniques.

Les délais sont précisés dans un règlement délégué de la Commission européenne⁷. Ils varient selon la catégorie de contrats visée et la qualité des contreparties. Pour des contrats dérivés OTC non compensés conclus entre deux contreparties financières, les délais présentés dans le schéma ci-dessous s'appliquent.

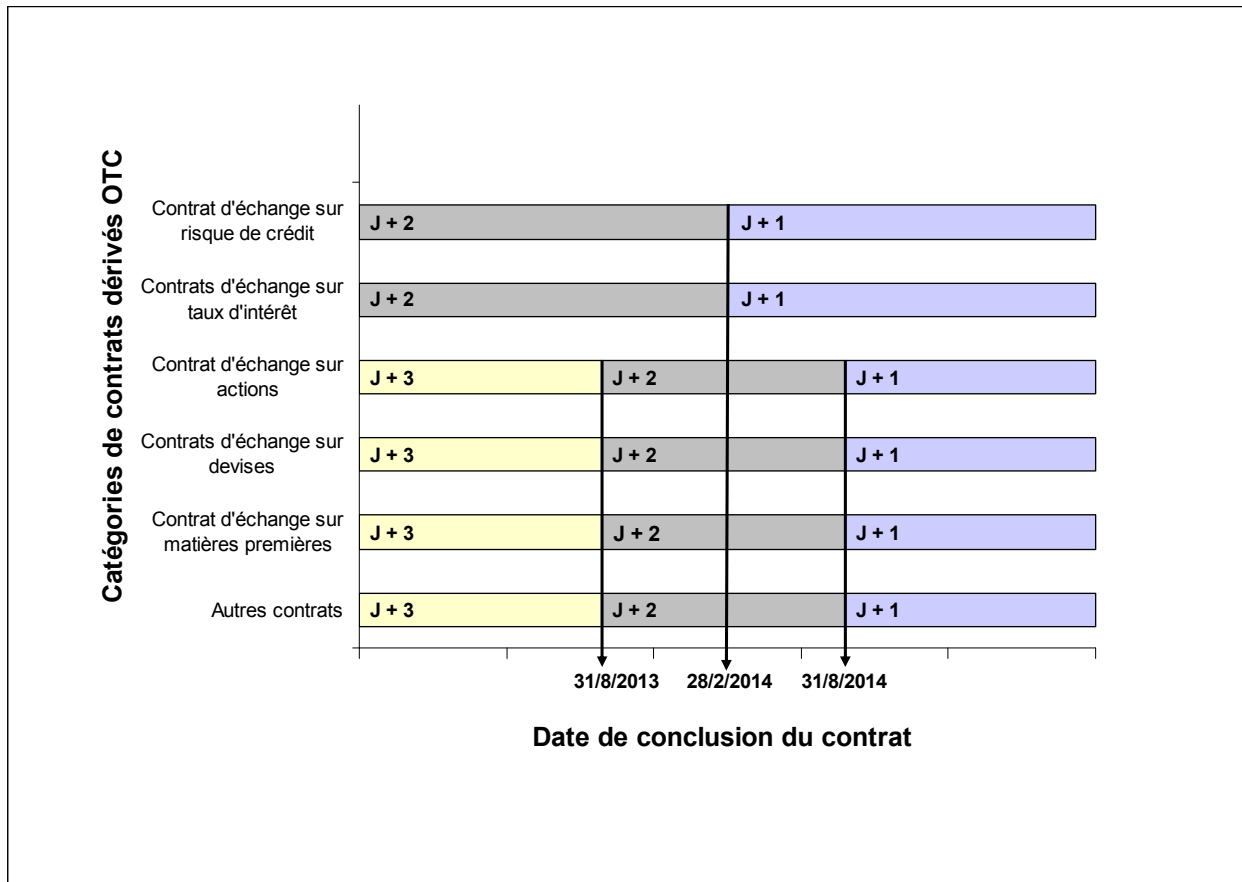
⁴ Article 52 de la directive européenne n° 2009/65/CE : « Le risque de contrepartie de l'OPCVM dans une transaction sur instruments dérivés de gré à gré ne peut excéder aucun des plafonds suivants: (a) 10 % de ses actifs lorsque la contrepartie est un établissement de crédit visé à l'article 50, paragraphe 1, point f) ; ou (b) 5 % de ses actifs, dans les autres cas. »

⁵ Article 3 § 6 de la directive 2010/43/UE

⁶ CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS du 28 juillet 2010 (CESR/10-788), reprises dans l'article 411-83 du règlement général de l'AMF. Depuis le 1er janvier 2011, le CESR est devenu l'Autorité européenne des marchés financiers (European Securities and Markets Authority, ESMA).

⁷ Règlement européen n° 149/2013

Délais de confirmation des contrats dérivés OTC non compensés



Source : AMF

S'ajoute en outre une obligation de disposer des procédures permettant de signaler mensuellement à l'AMF les contrats dérivés OTC non confirmés en vigueur depuis plus de cinq jours.

Les procédures permettant de signaler mensuellement les contrats dérivés OTC non confirmés :

Le règlement délégué (Article 12(4)) de la Commission Européenne exige des contreparties financières qu'elles disposent des procédures permettant de déclarer mensuellement à l'AMF les contrats dérivés OTC (non soumis à l'obligation de compensation) non confirmés plus de cinq jours après la date limite de confirmation. L'AMF ne prévoit pas de demander de manière systématique aux contreparties financières l'envoi de cette déclaration avant le 1^{er} septembre 2013 et elle ne s'attend pas à recevoir systématiquement des contreparties financières de déclaration sur les contrats dérivés OTC non confirmés avant cette date. Les contreparties financières doivent néanmoins se tenir prêtes à répondre à toute demande ponctuelle le cas échéant.

2.2. Valorisation quotidienne des contrats dérivés de gré à gré à partir du 15 mars 2013

Les contrats en cours conclus par les contreparties financières doivent être évalués chaque jour au prix du marché (*mark-to-market*). Lorsque les conditions de marché ne le permettent pas, une valorisation fiable et prudente par rapport à un modèle (*mark-to-model*) peut être utilisée.

Un règlement délégué précise les modalités de valorisation par recours au *mark-to-model* (conditions dans lesquelles le *mark-to-market* n'est pas possible et critères à vérifier dans une valorisation par modèle)⁸.

⁸ Règlement européen n° 149/2013

Les obligations de valorisation des sociétés de gestion

Les sociétés de gestion de portefeuille doivent, outre les obligations prévues par EMIR, respecter les dispositions législatives et réglementaires, propres à leur statut et aux OPCVM ou FIA qu'elles gèrent. Certaines de ces dispositions régissent déjà les problématiques de valorisation (voir notamment les articles L 533-10-1 et R 214-15 du code monétaire et financier, ainsi que l'article 411-84 du règlement général de l'AMF).

2.3. Gestion des différends à partir du 15 septembre 2013

EMIR imposera aux sociétés de gestion de portefeuille, ainsi qu'aux OPCVM ou FIA qu'elles gèrent, de prévoir en détail, préalablement à la conclusion de leurs contrats dérivés de gré à gré, les procédures et processus permettant de détecter, d'enregistrer et d'assurer le suivi des différends ayant trait à la reconnaissance ou à la valorisation d'un contrat et à l'échange de garanties.

Les parties devront également s'accorder sur les méthodes de résolution rapide des différends, avec un processus spécial pour les différends non résolus dans un délai de cinq jours ouvrables.

Les sociétés de gestion de portefeuille, ainsi que les OPCVM ou FIA qu'elles gèrent, devront enfin déclarer à l'AMF tout différend entre contreparties en rapport avec un contrat dérivé de gré à gré lorsque la valorisation d'un tel contrat ou l'échange de collatéral porte sur plus de 15 millions d'euros et que le différend est en cours depuis au moins 15 jours ouvrables.

2.4. Réconciliation des portefeuilles à partir du 15 septembre 2013

EMIR imposera de mettre en place des procédures de réconciliation, pour rapprocher leurs portefeuilles, afin d'identifier les éventuels écarts de données sur les principaux aspects de l'ensemble de leurs transactions (valeur du contrat, maturité, dates de paiement et de règlement, etc).

Ces accords de réconciliation devront être passés avant la signature de tout contrat dérivé OTC. La réconciliation devra être menée par les deux parties ou par une partie tierce qualifiée et mandatée à cet effet par l'une des contreparties. La fréquence de réconciliation des portefeuilles dépendra de la qualité de la contrepartie et du volume de contrats dérivés de gré à gré en cours entre les parties.⁹

2.5. Compression des portefeuilles à partir du 15 septembre 2013

Les sociétés de gestion de portefeuille, ainsi que les OPCVM ou FIA qu'elles gèrent, qui ont au moins 500 contrats dérivés de gré à gré en cours avec une contrepartie qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale, devront disposer de procédures leur permettant, à intervalles réguliers et au moins deux fois par an, d'analyser la possibilité de recourir à la compression de portefeuilles afin de réduire le risque de crédit de la contrepartie, et de réaliser une telle compression de portefeuilles.

Les procédures de compression devront permettre de tracer, au sein des portefeuilles de plusieurs intervenants, les positions croisées qui se compensent entre elles et de les remplacer par un nombre réduit de contrats tout en conservant la même exposition résiduelle.

Si les contreparties décident qu'il n'est pas approprié de procéder à la compression des portefeuilles, elles veilleront à pouvoir fournir une explication raisonnable et valable pour justifier cette décision.

2.6. Echange de garanties (date d'entrée en vigueur à venir)

EMIR prévoit que les acteurs de la gestion d'actifs qualifiés de « contreparties financières » assurent un échange de garanties, effectué de manière rapide, exacte, avec une ségrégation appropriée.

⁹ Règlement européen n° 149/2013

Les modalités de mise en œuvre effective de cette obligation doivent être précisées dans des standards européens. Leur publication dépend toutefois des travaux du Comité de Bâle et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) définissant des exigences communes en la matière au niveau international. Leur rapport final devrait être publié avant la fin de l'année 2013. La Commission européenne donnera alors un nouveau mandat aux autorités européennes de supervision pour rédiger les normes techniques correspondantes.

3. Obligation de déclaration liée à la conclusion, la modification ou l'extinction d'un contrat dérivé

Les sociétés de gestion de portefeuille, les OPCVM ou FIA qu'elles gèrent, leurs contreparties au contrat, ainsi que les chambres de compensation, se voient imposer de déclarer, dans le délai maximum d'un jour ouvrable, des informations relatives à la conclusion, la modification ou la cessation de tout contrat dérivé à un référentiel central enregistré auprès de l'ESMA.

Le champ d'application de l'obligation de déclaration :

L'obligation de déclaration mentionnée ci-dessus n'est pas restreinte aux seuls contrats dérivés OTC (dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé européen ou sur marché d'un pays tiers considéré comme équivalent à un marché réglementé). Elle concerne tous les contrats dérivés conclus par la société de gestion de portefeuille et les OPCVM ou FIA qu'elle gère.

Les informations à transmettre, ainsi que le calendrier de mise en œuvre, ont été précisés dans un règlement d'exécution¹⁰ et un règlement délégué¹¹ de la Commission européenne. Ainsi, la mise en œuvre de cette obligation débutera 90 jours après l'enregistrement d'un référentiel central pour une catégorie de dérivés donnée, et très probablement pas avant le 1er janvier 2014¹².

Les OPCVM coordonnés ou les FIA et leurs gestionnaires doivent également conserver les informations relatives à tous les contrats dérivés conclus ou modifiés cinq ans après leur cessation.

La possibilité de délégation de l'obligation de déclaration :

Les contreparties peuvent déléguer la déclaration des éléments des contrats qu'elles concluent. Dans cette hypothèse, la contrepartie demeure légalement responsable de son obligation de déclaration. Elle est chargée de s'assurer que le tiers à qui elle a délégué la déclaration du contrat dérivé procède dûment à la déclaration.

Quelles sont les principales obligations mises à la charge des contreparties non financières ?

Voir le guide consacré aux contreparties non financières élaboré par l'ESMA

http://www.esma.europa.eu/system/files/emir_for_non-financials.pdf

Pour toutes questions complémentaires sur EMIR, l'AMF met à votre disposition une adresse électronique : emir@amf-france.org.

¹⁰ Règlement européen n° 1247/2012

¹¹ Règlement européen n° 148/2013

¹² Initialement, la mise en œuvre de l'obligation de déclaration, pour les dérivés de taux et de crédit, devait débuter le 23 septembre 2013, et le 1^{er} janvier 2014 uniquement pour les autres catégories de produits dérivés. Néanmoins, le calendrier de mise en œuvre a été mis à jour, compte tenu du fait que l'enregistrement auprès de l'ESMA des premiers référentiels centraux n'interviendrait probablement pas avant le 24 septembre 2013.

En savoir plus

- Le document de questions-réponses élaboré par la Commission européenne
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/emir-faqs_en.pdf
- Le guide consacré aux contreparties non financières élaboré par l'ESMA
http://www.esma.europa.eu/system/files/emir_for_non-financials.pdf
- ESMA Questions and Answers - Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) (20 mars 2013)
<http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-324.pdf>
- Présentation du règlement européen EMIR aux professionnels (15 février 2013)
http://www.amf-france.org/documents/general/10730_1.pdf
- Lettre de la régulation financière numéro spécial « EMIR » (février 2013)
http://www.amf-france.org/documents/general/10731_1.pdf
- L'AMF attire l'attention sur la publication du règlement européen « EMIR » au JOUE (communiqué de presse du 7 août 2012)
http://www.amf-france.org/documents/general/10537_1.pdf
- L'AMF attire l'attention sur l'entrée en application de certaines dispositions du règlement EMIR dès le 15 mars 2013 (communiqué de presse du 15 mars 2013)
http://www.amf-france.org/documents/general/10755_1.pdf

Les textes de références

- Le règlement EMIR
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:FR:PDF>
- Les règlements délégués publiés au JOUE le 23 février 2013
<http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:L:2013:052:SOM:FR:HTML>
- Les règlements d'exécution concernant les référentiels centraux et les contreparties centrales publiés au JOUE le 21 décembre 2012 :
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:352:0020:0029:FR:PDF>
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:352:0030:0031:FR:PDF>
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:352:0032:0039:FR:PDF>