

Revue d'EMIR Quelles priorités pour l'AMF ?

Le 23 novembre 2016, la Commission européenne a publié un rapport sur la revue d'EMIR. Ce rapport, pris en application de l'article 85 d'EMIR, s'inscrit dans le prolongement de la consultation initiée par la Commission européenne en mai 2015 sur la révision d'EMIR. Un projet de modification du règlement devrait être publié prochainement.

Qu'est-ce qu'EMIR ?

EMIR est le règlement n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. Il harmonise le droit européen applicable aux chambres de compensation et constitue un des volets de la mise en œuvre des engagements du G 20 pris au sommet de Pittsburgh sur les dérivés. Ses principales obligations sont les suivantes :

1. Une obligation de compensation des dérivés considérés comme suffisamment liquides et standardisés par l'ESMA ;
2. Des obligations d'atténuation des risques opérationnels et de crédit liés aux contrats qui ne sont pas compensés dans des chambres de compensation ;
3. Une obligation de déclarer les contrats à des *Trade Repositories*.

En sa qualité de superviseur, l'AMF souhaite rappeler les priorités qu'il lui semble essentiel de traiter dans le cadre de la revue du règlement.

La mise en œuvre de ce texte a en effet fait émerger le besoin d'une plus grande proportionnalité, cohérence et efficacité dans la mise en œuvre des obligations prévues par le règlement. La finalisation par la plupart des juridictions de leur réglementation a aussi permis de mettre en exergue de potentiels arbitrages, pouvant renforcer le besoin de proportionnalité. Elle a fait aussi apparaître un besoin d'une meilleure articulation entre les différentes réglementations européennes.

Enfin, l'Union européenne doit repenser ses relations avec les pays tiers. L'expérience acquise sur les procédures de reconnaissance des chambres de compensation, et leurs implications, vient en effet conforter l'analyse théorique du système actuel qui présente des faiblesses structurelles, auxquelles il convient de remédier. Ces réflexions doivent être mises en perspective des tendances actuelles des marchés : les infrastructures de marché évoluent dans un contexte de concurrence accrue poussant à une concentration des chambres de compensation, qui peuvent conduire à des interrogations légitimes en termes de stabilité financière. Ces interrogations prennent une acuité particulière à l'aune du *Brexit* et des enjeux particuliers qu'il pose s'agissant des chambres de compensation, et plus généralement des infrastructures de marché.

1. L'AMF souscrit à l'objectif de renforcer la proportionnalité des obligations prévues par le texte

A certains égards, l'Union européenne a fait des choix plus ambitieux que ses partenaires étrangers dans la mise en œuvre des engagements du G20.

Pour autant, la mise en œuvre d'EMIR a aussi pu susciter des frottements, exacerbés par de possibles distorsions de concurrence liées à l'absence d'application de ces obligations sur les autres places financières. L'exploitation des données, désormais possibles via les *Trade Repositories*, a permis aussi de mieux appréhender le marché des dérivés de gré à gré (OTC), ainsi que les positions prises par les acteurs.

Ces éléments militent en faveur d'une plus grande proportionnalité. Au-delà des aspects purement techniques (suppression du *backloading* ou du *frontloading*, que l'AMF soutient), deux axes de réformes doivent être privilégiés :

1.1. L'obligation de déclarer les contrats dérivés à des *Trade Repositories* doit être rationalisée

Quel est le champ d'application de l'obligation de déclarer les contrats à des *Trade Repositories* ?

L'article 9 du règlement prévoit une obligation, pour chaque contrepartie à un contrat, de déclarer leurs contrats dérivés, OTC ou listés, à un ou plusieurs *Trade Repositories*. La particularité de cette obligation est qu'elle s'applique :

1. A l'ensemble des contrats, OTC ou listés, y compris les transactions intra-groupe,
2. A l'ensemble des contreparties, financières ou non financières, quel que soit le volume de leur transaction,
3. A chacune des contreparties, ce qui signifie que les deux contreparties doivent déclarer le contrat, et qu'en cas de délégation, la partie délégante en conserve la responsabilité.

Le champ particulièrement étendu de l'obligation de déclaration prévue dans EMIR, qui n'a pas son semblable dans d'autres juridictions (notamment aux États-Unis), peut représenter une charge juridique et opérationnelle lourde pour des participants de marché sans proportion avec le risque qu'ils font peser sur le système. Cela conduit également à une inflation de données, qui accroît la complexité du travail de fiabilisation et d'exploitation par les régulateurs.

Aussi l'AMF soutient-elle les allègements suivants :

- Les transactions intra-groupe des NFC (contreparties non financières dont les positions n'excèdent pas le seuil de compensation) devraient être exemptées de l'obligation de déclaration.
- Les transactions sur dérivés listés ne devraient plus relever des déclarations à des *Trade Repositories*, le système de déclaration prévu par la directive MIF étant suffisant. L'AMF considère toutefois que la déclaration actuelle des positions à des *Trade Repositories* sur les

dérivés de matières premières doit être conservée, car elle permet une identification du bénéficiaire final, qui n'a pas son pendant dans MIF, et est nécessaire à l'exercice de ses missions par l'AMF, en particulier de détection des pratiques manipulatoires sur le marché.

- Si l'AMF demeure attachée à la déclaration par chacune des parties au contrat à un *Trade Repository*, élément indispensable de la fiabilisation des données, le passage à un système reposant sur la déclaration par une seule contrepartie peut être justifié lorsqu'un contrat est conclu entre une contrepartie financière et une contrepartie non financière qui ne dépasse pas les seuils de compensation ou un gérant d'OPCVM ou de FIA qui intervient marginalement sur dérivés.

1.2. La mise en œuvre de l'obligation de compensation peut générer des complexités opérationnelles, financières et juridiques pour des acteurs dont les positions sont minoritaires sur le marché des dérivés OTC

Où en est-on de l'obligation de compensation en Union européenne ?

L'obligation de compensation s'applique à l'ensemble des contreparties financières, acteurs régulés (banques, prestataires de services d'investissement, OPCVM ou FIA gérés par un gestionnaire agréé au titre de la directive AIFM), ou non financières (principalement, mais non exclusivement, sociétés industrielles et commerciales). C'est l'ESMA qui, sur la base de critères fixés dans EMIR, détermine les produits éligibles à la compensation centrale.

Aujourd'hui, ont été déclarés éligibles à compensation centrale les *swaps* de taux libellés en euros, en livres sterling, en yens et en dollars US, puis ceux libellés en devises polonaise, norvégienne et suédoise, ainsi qu'aux dérivés sur risque de crédit (CDS) basés sur certains indices. Un registre disponible sur le site de l'ESMA permet d'identifier, sans ambiguïté, ces produits. L'entrée en application de l'obligation est échelonnée selon le type d'acteurs et leur volume d'activité, et l'ESMA a transmis, en novembre 2016, à la Commission européenne des projets de RTS visant à décaler l'obligation de compensation au mois de juin 2019 pour les contreparties financières dont les volumes n'excèdent pas 8 milliards.

D'après les données de la BRI (revue trimestrielle de décembre 2016), à la fin du mois de juin 2016, 75% des positions ouvertes des *dealers* sur dérivés de taux le sont face à une CCP ; ce taux est de 37% pour les dérivés de crédit et de moins de 2% pour le change et les dérivés sur actions.

La perspective de la mise en œuvre de la compensation centrale a mis en exergue de nombreuses difficultés pour les clients : certaines relèvent de la négociation contractuelle ou de la compréhension des mécanismes propres à la compensation des dérivés OTC, d'autres sont plus structurelles, en particulier lorsqu'elles touchent aux difficultés d'accès aux chambres de compensation.

Des projets existent pour lever ces difficultés. Par exemple, l'ESMA a récemment finalisé ses RTS relatifs aux accords de compensation indirecte, qui devraient permettre aux clients d'accéder à la compensation via les clients directs d'adhérents compensateurs tout en bénéficiant d'un niveau de protection équivalent. Une modification du cadre prudentiel européen pour lever certaines désincitations à la compensation (non

prise en compte des marges remises par les clients pour le ratio de levier en particulier) pourrait remédier partiellement aux difficultés d'accès. Des chambres de compensation ont enfin initié des projets visant à permettre aux clients d'accéder directement à leurs services. Il reste que ces projets ne sont pas de nature à lever les difficultés d'accès pour les plus petits acteurs financiers, notamment des fonds, qui ne disposent pas toujours, par ailleurs, des actifs éligibles à titre de collatéral auprès des chambres de compensation.

L'exploitation des données des *Trade Repositories* a permis d'avoir une idée plus précise des positions prises sur dérivés selon les catégories d'acteurs. Ainsi l'ESMA (*Consultation Paper on the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity*, 13 juillet 2016) a-t-elle pu conforter les analyses selon lesquelles le marché est très concentré : par exemple, au niveau européen, sur une journée de négociation – le 29 février – 50 contreparties ont représenté 95% du volume sur dérivés de crédit et de taux, pour un nombre moyen de contreparties de 6000 sur dérivés de taux et de 2000 sur dérivés de crédit. Pour les dérivés de taux, 490 contreparties (dont le portefeuille de dérivés de taux dépasse 5 milliards d'euros) représentent 99.4% de l'activité. Pour les dérivés de crédit, 399 contreparties (avec un portefeuille supérieur à 500 millions) représentent 98.6% de l'activité. La question de la proportionnalité de l'obligation de compensation pour les petites contreparties financières se pose donc légitimement compte tenu du faible risque qu'elles font peser au niveau européen. Les autres juridictions importantes connaissent de telles exemptions.

Pour ces raisons, l'AMF soutient le principe de l'exemption des utilisateurs non significatifs de dérivés de l'obligation de compensation.

2. L'AMF considère que la revue d'EMIR doit être l'occasion de repenser les relations de l'Union européenne avec les pays tiers

Dans le domaine des infrastructures de marché ou de post marché, quelle est l'approche de l'Union européenne en matière de pays tiers ?

Le règlement EMIR, comme d'autres textes européens (MIFID/MIFIR, notamment), repose sur un principe d'ouverture aux pays tiers, sous réserve que cette ouverture ne crée pas un risque accru d'arbitrage réglementaire ou pour la stabilité financière. Ce risque est appréhendé par le principe d'équivalence qui signifie qu'un établissement localisé dans un Etat tiers pourra, en se conformant à la législation applicable dans cet Etat tiers et en étant exclusivement supervisé par son régulateur local, proposer ses services dans l'Union sans avoir à appliquer le droit de l'Union ni à solliciter un agrément/être soumis à la supervision de l'autorité compétente de l'Etat européen dans lequel il est établi ou propose d'offrir ses services. L'analyse est « *outcome based* », c'est-à-dire qu'elle s'attache à l'équivalence des résultats et recouvre tant la régulation (équivalence des règles) que la supervision. Ce principe est souvent assorti d'un principe de réciprocité, mais cela n'est pas automatique.

En Union européenne, ce principe est applicable, avec des variantes, aux infrastructures de marché (plateformes de négociation, chambres de compensation, *Trade Repositories*, dépositaires centraux), aux contreparties à un dérivé, ainsi qu'aux prestataires de services d'investissement qui souhaitent proposer leurs services à des clients professionnels ou à des contreparties éligibles.

Dans le domaine des chambres de compensation, la Commission européenne a reconnu 16 juridictions comme équivalentes : l'Australie, Hong Kong, Singapour, le Japon, la République de Corée, la Suisse, l'Afrique du Sud, le Mexique, le Canada, les Etats-Unis (pour les chambres supervisées par la CFTC), le Brésil, Dubaï, l'Inde, les Emirats Arabes Unis, la Nouvelle-Zélande), et l'ESMA avait, en janvier 2017, reconnu plus de vingt chambres de compensation localisées dans ces juridictions.

L'analyse des textes fait ressortir les limites du dispositif d'équivalence, confortée par la mise en œuvre pratique de ce principe pour les chambres de compensation de pays tiers. La revue d'EMIR ne doit pas être une révision purement technique : le régime pays tiers prévu pour les infrastructures de post marché doit être revu en profondeur. L'AMF considère également que ce régime n'est pas adapté aux infrastructures qui proposent leurs services prioritairement dans l'Union européenne. Au contraire, la présence d'infrastructures d'importance critique compensant des produits libellés en euro en dehors de l'Union européenne fait peser un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne.

2.1. La réforme de l'équivalence des régimes de pays tiers est, dans tous les cas, nécessaire

En posant les premiers jalons d'une réglementation européenne harmonisée du post marché, en particulier des chambres de compensation, le règlement EMIR a également abordé la question des infrastructures localisées dans un Etat tiers à l'Union européenne et souhaitant offrir leur service au sein de l'Union européenne. Cette question est d'autant plus prégnante que la mise en œuvre de l'obligation

de compensation en Union européenne contribue à renforcer le rôle des infrastructures, mais aussi les pressions concurrentielles pesant sur elles. De façon générale, les régimes pays tiers prévus dans les différents textes européens méritent d'être repensés ; la Commission européenne a d'ailleurs publié, le 27 février 2017, une évaluation du dispositif d'équivalence dans les différents textes concernés relatifs aux services financiers.

Cette approche européenne, basée sur une équivalence « *outcome based* », n'est pas retenue par l'ensemble des juridictions : ainsi certaines juridictions appliquent leurs propres règles aux infrastructures de pays tiers, d'autres admettent une certaine forme de « *substituted compliance* » mais procèdent à une évaluation ligne à ligne ou ne renoncent pas à leur pouvoir de supervision de ces infrastructures.

Si l'AMF dispose d'une expérience importante en termes de coopération avec les régulateurs d'infrastructures de pays tiers, l'initiative et l'appréciation de l'équivalence appartiennent désormais à la Commission européenne. En cela, ce dispositif est relativement nouveau, et sa mise en œuvre récente pour les chambres de compensation de pays tiers a pu révéler des voies d'amélioration possibles.

La profonde mutation de l'industrie des infrastructures de post marché, les pressions concurrentielles auxquelles elles sont soumises mais également la concentration des risques dans ces infrastructures rendent ces améliorations d'autant plus nécessaires. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ne peut, bien évidemment, être ignorée eu égard au volume d'activité représenté par le marché londonien ainsi qu'au nombre d'infrastructures qui y sont établies.

Aussi, au-delà des précédents dont il peut être tiré quelques enseignements, l'AMF considère que le contexte actuel rend fondamentale la revue de la procédure d'équivalence pour l'ensemble des textes applicables aux infrastructures de post marché. A cette fin, elle a formulé des recommandations dans un document publié ce jour (*Pays Tiers : Quelle équivalence pour les infrastructures de post-marché ?*).

Ces recommandations visent à rationaliser le processus d'équivalence, en précisant les critères à prendre en compte par la Commission européenne dans l'évaluation initiale, en renforçant cette évaluation initiale ainsi que le dispositif de suivi d'équivalence dans le temps, pour éviter que des biais réglementaires ou concurrentiels puissent s'installer durablement. L'ESMA pourrait également être amenée à jouer un rôle plus important. L'importance des infrastructures devrait être prise en compte pour distinguer en particulier : (1) les infrastructures dont les activités libellées en euro ou dans d'autres devises de l'Union européenne sont d'importance critique pour l'Union, qui ne devraient pas bénéficier de l'équivalence (2) les infrastructures d'importance significative qui devraient faire l'objet d'une approche de l'équivalence ligne à ligne et d'une supervision par l'ESMA, et (3) les infrastructures de moindre importance, pour lesquelles l'équivalence globale resterait le principe. Dans tous les cas, la réciprocité devrait être une condition *sine qua non* de l'équivalence.

2.2. Les infrastructures qui ont des activités libellées en euros d'importance critique doivent être localisées dans l'Union européenne

Le Brexit conduit potentiellement à une situation inédite dans laquelle le régime d'équivalence pourrait être appliqué à des infrastructures de pays tiers proposant prioritairement leurs services dans l'Union européenne. Or, ce régime d'équivalence n'a pas été conçu à cette fin ; il est au contraire un mécanisme conçu pour s'appliquer à des infrastructures qui ne proposent pas leurs services significativement et

prioritairement dans l'Union européenne, dans une logique de maîtrise de l'exposition à ces infrastructures des acteurs européens et non de régulation desdites infrastructures.

L'application du régime pays tiers aux CCP qui compensent des transactions en euro et aux TR qui enregistrent de telles transactions présente des risques en termes de stabilité financière et de fragmentation, de protection et d'exploitation des données dans un contexte de concurrence entre les places financières.

Ces risques doivent être évalués eu égard au volume d'activité en euros représenté notamment par le marché londonien ainsi qu'au nombre d'infrastructures qui sont établies au Royaume-Uni. Cette situation potentielle serait en effet assez inédite car elle aboutirait à l'application du régime pays tiers à un Etat qui concentre aujourd'hui, dans les faits, les plus gros volumes de l'activité en euros notamment pour la compensation des dérivés OTC et le reporting des transactions sur dérivés. Ce régime, qui n'a pas été conçu dans cette logique, n'est de fait pas adapté pour gérer de tels risques pour la stabilité financière de l'UE.

L'AMF considère qu'il n'est pas souhaitable d'appliquer le régime d'équivalence lorsque l'infrastructure compense des produits libellés en euro et représente des volumes tels qu'elle fait peser un risque de stabilité pour l'Union européenne.

Par exemple, compte tenu des volumes actuellement compensés à Londres, et si le Royaume-Uni bénéficiait du régime d'équivalence issu du statut de pays tiers, les positions les plus significatives des adhérents compensateurs et des clients européens seraient compensées dans des infrastructures qui, à l'avenir, ne seraient pas supervisées dans l'Union européenne. Ces facteurs d'extranéité peuvent être sources d'inquiétudes au quotidien pour les superviseurs de ces établissements et exacerbés en cas de crise si un appel à la liquidité de la BCE s'avérait nécessaire, ce d'autant plus que le régime d'équivalence des CCP prévu dans EMIR n'exige pas l'existence et l'équivalence d'un régime de redressement et de résolution des infrastructures de pays tiers.

Le même constat peut être fait pour les TR qui ne seraient plus directement supervisés par l'ESMA : la pertinence paraît faible de voir la plupart des données européennes déclarées dans des entités soumises à des exigences et à une supervision qui peuvent être différentes de celles prévues en Union européenne, dont les régulateurs pourraient ne pas être assurés d'avoir l'accès à ces données, indispensable à l'exercice de leur mission de préserver la stabilité financière.

Aussi l'AMF considère que, s'agissant de leurs activités en euros, ces infrastructures doivent être localisées dans l'Union européenne, des variantes pouvant être envisagées dans la mise en œuvre.

3. L'AMF prêtera une attention particulière au *client clearing*

La perspective de la mise en œuvre de l'obligation de compensation centrale a fait ressortir un certain nombre de frottements entre les régulations : en effet, EMIR est un texte transversal qui s'applique aux contrats, mais les réglementations ont eu tendance à être élaborées en silo, ce qui a pu susciter des incohérences, en particulier avec les règles prévues par les directives OPCVM et AIFM.

De la même façon, la perspective de la compensation centrale dans le domaine des dérivés OTC, complètement inédite pour les clients, a fait apparaître également de nouveaux modèles juridiques et financiers pouvant susciter des difficultés d'interprétation sur le rôle et les obligations exactes de l'adhérent compensateur.

3.1. La cohérence des réglementations UCITS/AIFM et EMIR doit être améliorée

La directive OPCVM prévoit différentes dispositions dont l'articulation avec l'obligation de compensation centrale des contrats dérivés OTC soulève des difficultés, auxquelles il conviendrait de remédier en modifiant la directive OPCVM :

- La limitation du risque de contrepartie des OPCVM qui concluent des contrats dérivés de gré à gré à 5% ou 10% : or, lorsque ces contrats sont compensés en vertu d'EMIR, les fonds sont contraints de concentrer leurs transactions sur un nombre restreint d'acteurs (les adhérents compensateurs et les CCP), ce qui menace la possibilité pour les fonds de respecter ces ratios. Lorsque les contrats dérivés d'un OPCVM sont compensés vis-à-vis des CCP agréées ou reconnues en vertu d'EMIR, une approche alternative doit être privilégiée avec un ratio spécifique, et le mode de ségrégation devrait être pris en compte.
- L'obligation pour les OPCVM de s'assurer que les contrats dérivés de gré à gré conclus puissent être vendus, liquidés ou clôturés par une transaction symétrique, à tout moment et à leur juste valeur : l'inclusion de telles clauses dans les dérivés soumis à compensation centrale serait désormais impossible, en raison du fonctionnement des adhérents compensateurs et des CCP. Il est donc nécessaire de prévoir une dérogation pour les contrats soumis à compensation centrale compte tenu de la liquidité de ces produits.
- L'obligation pour les OPCVM de ne conclure de contrats dérivés de gré à gré qu'avec des établissements soumis à une surveillance prudentielle et appartenant aux catégories approuvées par les autorités compétentes de l'OPCVM (les « contreparties éligibles ») : les OPCVM ne peuvent conclure de contrats dérivés OTC qu'avec des établissements dont la solidité financière est assurée par un cadre réglementaire spécifique, reconnu au niveau national. Avec la compensation centrale, la chambre de compensation elle-même, ou l'adhérent compensateur, voire un client de ce dernier, deviennent les contreparties des fonds. Cela pourrait menacer la possibilité pour les OPCVM de compenser certains contrats.
- Les OPCVM sont soumis, en vertu de leur réglementation sectorielle, à des contraintes concernant la possibilité de réutiliser le collatéral. Ces contraintes incluent notamment (i) l'interdiction de vendre, réinvestir ou mettre en gage les garanties financières autres qu'en espèces et (ii) des exigences strictes sur les possibilités de réinvestir les garanties financières en espèces. Ces dernières exigences sont destinées à assurer que le collatéral en espèces n'est

pas investi de façon risquée susceptible de menacer son recouvrement. Lorsque le fonds a opté pour de la ségrégation individuelle, les obligations applicables aux chambres de compensation permettent de garantir, en principe, que le fonds pourra récupérer ses actifs. Aussi l'AMF considère qu'il est important d'élargir les possibilités d'utilisation des garanties reçues par un OPCVM pour satisfaire à l'obligation de compensation.

De la même façon, la qualification des véhicules de titrisation doit être améliorée. EMIR inclut en effet au sein des « contreparties financières » les FIA gérés par des gestionnaires agréés au titre de la directive AIFM. Sont donc exclus des « contreparties financières » les FIA dont le gestionnaire n'est pas agréé au titre de cette dernière directive. Les véhicules de titrisation sont aujourd'hui qualifiés de « contreparties non-financières » pour les besoins d'EMIR.

Alors qu'un traitement préférentiel plus souple ne semble pas être justifié pour les véhicules non STS, les véhicules de titrisation STS (Simple, Transparente et Standardisée) ne concluent des contrats dérivés OTC que pour des besoins de couverture, sur les taux de change ou les taux d'intérêts. Pour cette raison, et compte tenu des règles de transparence et des contraintes sur la simplicité des structures auquel ils seront soumis, il serait pertinent d'adopter à leur égard la qualification de « contrepartie non financière », afin de ne les soumettre au régime renforcé prévu par EMIR, notamment pour les échanges de marges, que si le volume de leur portefeuille de dérivés est susceptible de générer des risques significatifs. A l'inverse, pour la titrisation ne remplissant pas les conditions pour être qualifiée de STS, aucune raison ne justifie d'appliquer un régime plus favorable que celui prévu pour les fonds d'investissement. Ils devraient donc systématiquement être qualifiés de « contreparties financières » et être soumis aux obligations afférentes. La revue d'EMIR devrait être l'occasion de clarifier la qualification actuelle de contrepartie non financière pour les véhicules de titrisation non STS.

3.2. Les obligations des adhérents compensateurs doivent être clarifiées et renforcées au niveau européen

EMIR ayant contraint les clients à recourir à des chambres de compensation, une meilleure accessibilité pour les acteurs de la gestion d'actifs devrait être garantie. En effet, les professionnels ont évoqué des obstacles significatifs menaçant la capacité des acteurs de la gestion d'actifs à respecter l'obligation de compensation centrale :

- les offres de ségrégation sont multiples et difficilement comparables entre les différents adhérents compensateurs ; les tarifs seraient très variables et également difficilement comparables. Le prix imposé en particulier pour la ségrégation individuelle par les adhérents compensateurs serait prohibitif selon ces mêmes acteurs ;
- certains adhérents compensateurs pourraient, pour des raisons légitimes tenant à la gestion de leur risque de crédit, refuser certains fonds ou de petits établissements de crédit comme clients en raison des volumes trop faibles de contrats à compenser ou des profils de risques présentés par ces clients. Ils peuvent également limiter le volume des contrats qu'ils acceptent de compenser. Les mêmes raisons peuvent conduire les adhérents à appliquer des exigences de collatéral plus strictes que celles de la CCP. Ces raisons sont légitimes et relèvent de la gestion

de leurs risques par les établissements. En revanche, elles peuvent manquer de prévisibilité et de lisibilité pour les acteurs du *buy side* ;

- la relation entre l'adhérent compensateur et son client n'est pas réglementée au niveau européen, contrairement à l'approche retenue dans certaines juridictions (ainsi par exemple du statut de FCM aux Etats-Unis), ce qui peut introduire une certaine confusion sur le rôle exact de l'adhérent compensateur. L'introduction du modèle « *principal to principal* » pour la compensation des dérivés OTC a pu complexifier la question, le modèle « *agency* » étant prédominant sur le marché des dérivés listés.

Pour l'AMF, il est opportun de proposer des obligations améliorant l'information et la protection des clients de ces adhérents compensateurs, à l'instar de la réglementation américaine qui prévoit un statut de FCM (*Futures Commission Merchants*) auquel est attaché notamment un certain nombre d'obligations d'information vis-à-vis du client. De telles obligations permettraient de clarifier les obligations des membres compensateurs vis-à-vis de leurs clients, de les rendre homogènes entre les différents pays européens, et d'assurer une meilleure prévisibilité pour les clients.