



Régulation Financière : Position commune MEDEF-AFTE en réponse à la consultation publique de la Commission Européenne sur la réglementation EMIR

Propos liminaires

En amont de la mise en place de la réglementation EMIR, le MEDEF et l'AFTE avaient apporté leur soutien aux initiatives des instances européennes dont l'objectif consistait à renforcer la transparence des marchés et à préserver la stabilité financière. Dans le cadre des débats portant sur EMIR, ils avaient notamment fait valoir la nécessité de mettre en place des infrastructures résilientes pour les dérivés de gré à gré tout en laissant la possibilité aux sociétés non financières d'y recourir dans le cadre de leur activité commerciale et de financement.

Au regard de leur qualité de représentants des entreprises françaises, la présente position exprimée conjointement par le MEDEF et l'AFTE est principalement **centrée sur les préoccupations et interrogations relevant plus directement de l'activité des sociétés non financières.**

A propos du Medef (n° de registre : 43763731235-75) :

Le Medef est le **premier réseau d'entrepreneurs de France avec plus de 750 000 entreprises adhérentes** dont 90% de PME de moins de 50 salariés et 80 fédérations professionnelles.

Le Medef défend et fait valoir les intérêts des entreprises auprès de l'ensemble des décideurs et promeut l'esprit d'entreprendre et de conquête dans un monde en transformation.

Le Medef dialogue avec l'ensemble des acteurs de la société civile et met au cœur de son action la création d'emplois et la croissance de l'économie.

Contact Medef : Isabelle DJIAN-LIGNON, Direction des affaires économiques et financières / jdjian@medef.fr

A propos de l'AFTE : l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise est l'association professionnelle qui fédère les personnes intéressées par la gestion de trésorerie, le financement et la gestion des risques financiers. Elle regroupe 1400 adhérents représentant les plus grands groupes et ETI français.

L'AFTE promeut les intérêts du métier en agissant auprès des instances de représentation, de régulation et de contrôle tant régionales, que nationales et internationales.

Contact AFTE : Valérie VOISIN, Responsable des commissions / valerie.voisin@afte.com

1. Position MEDEF-AFTE sur la réglementation européenne des marchés de produits dérivés de gré à gré

Dans la mesure où la mise en place d'infrastructures post marché résilientes demeure essentielle pour améliorer la transparence et la sécurité sur les marchés de gré à gré, le MEDEF et l'AFTE avaient soutenu la proposition de recourir à une compensation centrale **pour les contrats suffisamment normalisés et liquides afin de diminuer les risques de contrepartie.**

La réglementation EMIR et certaines des obligations qui en découlent ayant été mises en place assez récemment, le MEDEF et l'AFTE souhaitent souligner le besoin de stabilité réglementaire et considèrent à cet égard qu'une révision de la réglementation EMIR pourrait être engagée dans le seul objectif de simplifier la réglementation actuelle. **Du point de vue du MEDEF et de l'AFTE, si une révision de la réglementation EMIR était engagée, celle-ci devrait principalement s'attacher à simplifier et rationaliser le processus des obligations de reporting,** ces obligations ayant été à l'origine de nombreux coûts additionnels et d'une surcharge administrative pour les sociétés non financières.

Au-delà de ces commentaires liminaires, le MEDEF et l'AFTE souhaitent appeler l'attention des instances européennes sur les points suivants :

1. Une exigence de compensation uniforme n'est pas pertinente pour l'ensemble des entreprises actives sur les marchés de gré à gré : tous les instruments ne peuvent être compensés en raison de leur liquidité insuffisante et de leurs caractéristiques spécifiques.

A ce titre, **la compensation bilatérale est un complément nécessaire de la compensation centrale.** En effet, la compensation centrale ne peut être la seule règle : les systèmes de gestion des risques de contreparties centrales ne sont pas nécessairement équipés pour assurer la compensation de tous les types de contrats sur dérivés. Il est important de souligner le fait que les produits dérivés OTC jouent un rôle non négligeable et en particulier au sein du système financier : **ils offrent aux entreprises la possibilité de se prémunir contre des risques financiers dont les caractéristiques leur sont spécifiques** (par exemple contre les risques de change, de taux ou de variation des prix des matières premières) **et qui ont un lien direct avec leurs activités commerciales et/ou de financement.** A cet effet, les entreprises ont besoin de recourir à des produits dérivés spécifiques (contrats non standardisés) afin de couvrir les risques inhérents à ces activités. Aussi, **ces contrats sont-ils de fait inéligibles à la compensation centrale. Il est ainsi primordial pour les entreprises non financières de conserver la possibilité de recourir aux produits dérivés non standardisés nécessaires à la couverture de leurs risques spécifiques.** Qui plus est, ne plus pouvoir le faire leur poserait un vrai problème au regard des exigences des normes comptables internationales (IFRS).

2. **Les produits dérivés de gré à gré occupent une place importante dans le cadre des activités commerciales et de financement des entreprises non financières. Qui plus est, cette utilisation n'est pas liée à un objectif spéculatif mais seulement à la nécessité de gérer les risques financiers auxquelles elles doivent faire face dans le cadre de leurs activités commerciales et de financement. Aussi, est-il indispensable de conserver la possibilité accordée aux sociétés non financières de couvrir les risques spécifiques à leurs activités commerciales et de financement en leur permettant de recourir aux produits dérivés de gré à gré.**

Le MEDEF et l'AFTE souhaitent rappeler que les sociétés non financières ont recours aux produits dérivés **à des fins de couverture notamment pour gérer les risques de change ou les risques de variations des prix des matières premières qu'elles consomment**. Ces produits sont également indispensables pour planifier des investissements en amortissant le risque de variation des cours. Le recours aux produits dérivés permet ainsi une gestion fine des risques auxquels sont confrontées les entreprises tels que par exemple l'exposition aux marchés actions ou encore le risque de volatilité. La variété de ces produits permet aux entreprises de disposer d'une large palette d'instruments qui sont **au cœur de leurs processus de financement et permettent ainsi une réduction de leurs risques financiers**.

Dans l'objectif de conserver la possibilité accordée aux sociétés non financières de couvrir les risques spécifiques à leurs activités commerciales et de financement de trésorerie, le MEDEF et l'AFTE considèrent qu'il est **indispensable de maintenir le principe de la réglementation actuelle qui consiste à exclure du calcul des seuils déclenchant l'obligation de compensation les opérations réalisées par les sociétés non financières à des fins de couverture. Ce principe doit être réaffirmé dans le cadre de la réglementation EMIR dans la mesure où ces opérations ne revêtent aucun caractère systémique**. Ce principe est d'autant plus justifié que l'utilisation des produits dérivés par les sociétés non financières ne représente qu'une part mineure du marché total.

Par ailleurs, le MEDEF et l'AFTE considèrent que les seuils actuels de compensation obligatoire tels qu'ils ont été définis par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers pour les contrats dérivés de crédit, d'action, de taux d'intérêt, de change et de matières premières sont pertinents, aussi, serait-il souhaitable qu'ils soient maintenus.

En effet, revenir sur ce principe d'exemption et abaisser les seuils actuels de compensation obligatoire seraient sources de difficultés majeures pour les sociétés non financières puisque cela imposerait aux entreprises de répondre fréquemment à des appels de marge. Or, cela générerait des besoins de liquidité supplémentaires auxquels il leur serait difficile de faire face. Répondre aux appels de marge mobiliserait ainsi leur trésorerie ce qui serait préjudiciable au financement de leur activité industrielle et commerciale, et viendrait amputer les ressources disponibles pour leurs investissements. Dans la conjoncture actuelle, il ne semble pas souhaitable de mettre en place une réglementation qui viendrait freiner les investissements des entreprises et peser ainsi sur les perspectives de croissance de l'Union Européenne.

3. **Au regard de la complexité et de la surcharge administrative et financière liées aux obligations de reporting imposées aux sociétés non financières dans le cadre de la réglementation EMIR, il serait souhaitable de s'interroger sur la pertinence du système de déclaration par les deux parties ainsi que sur certaines dispositions et en particulier sur celle portant sur les transactions intra-groupe.**

A des fins de simplification, le MEDEF et l'AFTE considèrent qu'il convient de s'interroger sur le principe actuel qui consiste à imposer un système de double reporting. A cet égard et au vu du coût induit par cette exigence imposée par la réglementation EMIR, **il apparaît indispensable, d'une part, de revenir sur le principe du double reporting pour une même transaction [à la fois de la part de la société non financière mais également de la part de la contrepartie financière], et d'autre part, d'exclure du champ des obligations de reporting les transactions intra-groupe.**

De ce point de vue, nous observons que l'exigence d'un double reporting n'existe pas dans le cadre du Dodd Frank Act aux Etats-Unis, ce qui crée une distorsion entre les entreprises américaines et européennes, au détriment de ces dernières.

4. **La réglementation des marchés de produits dérivés de gré à gré doit s'inscrire dans une perspective plus large, avec une nécessaire mise en cohérence d'une part, entre les différentes réglementations européennes, et d'autre part, avec la régulation internationale afin de garantir un *level playing field* réglementaire.**

Sur le plan de **l'harmonisation européenne**, le MEDEF et l'AFTE souhaitent appeler l'attention des instances européennes sur les distorsions observées entre les réglementations EMIR et MIFID 2 : à des fins de cohérence, il serait souhaitable que certaines dispositions soient harmonisées telles que notamment la définition des instruments financiers.

Par ailleurs, **sur le plan international** et au regard de la globalisation des marchés de produits dérivés de gré à gré, **une meilleure coordination entre autorités de régulation s'avèrerait utile** pour éviter tout arbitrage réglementaire ainsi que toute distorsion de concurrence entre places financières pouvant naître de mises en application de règles divergentes. Dans cette perspective et à des fins de simplification et de rationalisation des coûts, il serait souhaitable que les obligations liées au respect des réglementations concernant les instruments dérivés soient harmonisées au niveau international. En particulier, il s'agirait de s'assurer que les dispositions réglementaires liées aux obligations de reporting relevant à la fois de la réglementation européenne (EMIR) mais également de la réglementation américaine (Dodd Frank Act) soient harmonisées, et qu'une **reconnaissance mutuelle totale** existe entre ces deux réglementations. Cette harmonisation et cette reconnaissance permettraient d'éviter aux sociétés non financières opérant à l'échelle internationale de se retrouver dans l'obligation d'implémenter en parallèle deux systèmes de reporting. Harmoniser de telles dispositions leur permettrait ainsi de rationaliser leurs processus tout en supprimant des charges inutiles dont les montants pourraient être potentiellement réaffectés à des postes de dépenses plus utiles pour la croissance et l'investissement de l'entreprise.

2. Réponse aux questions de la consultation publique de la Commission Européenne

Conformément à l'article 85 du règlement relatif aux infrastructures de marché européennes (EMIR), la Commission Européenne a lancé une consultation publique sur la mise en application des différentes obligations prévues dans le cadre de cette réglementation. Dans cette perspective, le MEDEF et l'AFTE ont conjointement souhaité appelé l'attention des instances européennes sur **l'impact de cette réglementation sur les sociétés non financières. Aussi, la position commune MEDEF-AFTE traitera spécifiquement les questions relevant des sociétés non financières.**

Question 1.2: Non-Financial Firms

Article 85(1)(b) states that: " The Commission shall.....assess, in coordination with ESMA and the relevant sectoral authorities, the systemic importance of the transactions of non-financial firms in OTC derivatives and, in particular, the impact of this Regulation on the use of OTC derivatives by non-financial firms;"

Non-financial counterparties are subject to certain requirements of EMIR. However, such counterparties will not be subject to the requirements to centrally clear or to exchange collateral on non-centrally cleared transactions provided that they are not in breach of predefined thresholds, in accordance with Article 10 of EMIR. Further, it is recognised that non-financial counterparties use OTC derivative contracts in order to cover themselves against commercial risks directly linked to their commercial or treasury financing activities. Such contracts are therefore excluded from the calculation of the clearing threshold.

(a) Are the clearing thresholds for non-hedging transactions (Article 11, Regulation (EU) n° 149/2013) and the corresponding definition of contracts objectively measurable as reducing risks directly relating the commercial activity or treasury financing activity (Article 10, Regulation (EU) No 149/2013) adequately defined to capture those non-financial counterparties that should be deemed as systemically important?

MEDEF and AFTE recognize the favourable regime of EMIR for non-financial counterparties. As long as non-hedging activities remain below a certain threshold, corporates are exempted from clearing and margining. They are also exempt from trade execution requirements under MIFID 2.

Those exemptions are key.

Hedging transactions that are undertaken to reduce risk directly relating to commercial activity or treasury financing activity of corporate or its group are excluded from the threshold calculation. MEDEF and AFTE consider that the definition (Article 10, Regulation (EU) No 149/2013) is appropriate and that clearing thresholds for non-hedging transactions (Article 11, Regulation (EU) No 149/2013) are adequately defined in the level 1 text of EMIR.

If your answer is no, what alternative methodology or thresholds could be considered to ensure that only systemically important non-financial counterparties are captured by higher requirements under EMIR?

We would recommend that the definition and exclusion already codified in EMIR Article 10 should form the basis of the definition for the purposes of MIFID2.

We believe that this approach would help to harmonise regulation, which is an important step to help stakeholders, and especially non-financial companies, to comply with all regulation.

Global convergence is a key issue: the impact and cost of regulatory change is amplified for companies operating internationally faced with inconsistent rules globally and the obligation to comply with different legal frameworks. Coherence and consistency of regulation at G20 level should be one of the main objectives of the legislator. Regulators at the global level should of course also have in mind the effects of regulation on real economy firms.

(b) Please explain your views on any elements of EMIR that you believe have created unintended consequences for non-financial counterparties. How could these be addressed?

We believe that EMIR had a limited impact on hedging strategy and use of OTC contracts for corporates.

The most negative impact of EMIR for French NFC- is the administrative burden and IT expenses. French corporates have engaged IT resources to implement initial required reporting and successive changes to the reporting files requested by TR.

We therefore consider that two main changes are needed to the current EMIR regime:

- **One-sided reporting, especially as the reconciliation process at TR level is not satisfactory**
- **Exempting intra-group transactions from the reporting requirement.**

(See our detailed answer Question 2.3)

(c) Has EMIR impacted the use of, or access to, OTC derivatives by non-financial firms? Please provide evidence or specific examples of observed changes if so.

Non-financial companies use OTC derivatives as they are best suited to hedge their financial risks. As opposed to centrally cleared and exchange-traded derivatives, non-cleared OTC derivatives can be tailor-made to cover most efficiently the specific financial risk a company is facing, and they do not expose non-financial companies to the unmanageable liquidity risk that margin calls would represent. We wish to highlight that this use of OTC derivatives is made for business and commercial purposes and not for speculation, and it is economically beneficial as it helps to reduce volatility in the real economy.

The recent years' regulatory agenda has sought to push as much trading as possible to central clearing and on exchanges, which for a large part of the market is surely justified. The current regulatory framework (EMIR) exempts non-financial companies' hedging transactions from such obligations, but **it imposes other significant obligations that unduly burden non-financial companies for little or no benefit to the supervisors**. This is especially so as non-financial companies collectively represent a tiny proportion of the OTC markets and inter-connectedness among non-financials is much less than among financial firms.

We also stress that **continued pressure on the use of OTC derivatives (e.g. bank structural reform, CRD IV CVA risk capital calculation) is a source of uncertainty and detrimental to the pricing and conditions that non-financial companies will have on their transactions**.

So far, our members have not reported major changes in the usage of 'plain vanilla' OTC derivatives. EMIR has not greatly influenced big NFCs hedging volumes, but anecdotal evidence suggests that it has for smaller companies: reduced levels of hedging in response to the burdens of EMIR increases business risk.

Public authorities should also consider how different financial reforms will impact the overall market for and prices and availability of derivatives and therefore also non-financial companies' hedging actions. If companies were to be pushed to reduce their hedging volumes or stop hedging altogether, their operational risks would materially increase. This outcome will inevitably threaten financial stability, employment and growth as well as directly increasing risk for their lending banks.

Question 2.3: Trade reporting

Mandatory reporting of all derivative transactions to trade repositories came into effect in February 2014. The Commission services are interested in understanding the experiences of reporting counterparties and trade repositories, as well as national competent authorities, in implementing these requirements. As noted above, ESMA recently conducted its own consultation on amended versions of these standards. This consultation does therefore not seek any views with respect to the content of either Regulation No. 148/2013 and Regulation No. 1247/2012 nor the proposed amended versions.

Are there any other significant ongoing impediments or unintended consequences with respect to meeting trade reporting obligations in accordance with Article 9 of EMIR?

Non-financial companies **have invested and continue to invest considerable funds in the implementation and on-going compliance with EMIR**. However, we very strongly feel that this investment does not contribute to greater financial stability – as non-financial counterparties do not have the same systemic relevance as financial counterparties - but it drains funds from more productive investment.

The burden on non-financial companies that use OTC derivatives to hedge their underlying commercial and financial risks should be considerably reduced and simplified.

If your answer is yes, please provide evidence or specific examples. How could these be addressed?

18 months after EMIR implementation, many transactions are still not reconciled at TR level. **The number of reported fields is much too high** and the level of detail is of very little value in our view, e.g. the need to report exact time (including seconds) for execution and confirmation timestamp.

Although the reporting reconciliation is not the responsibility of corporates, constant changes in TR reporting file formats and the request of TRs to analyse mismatched fields have given much work to corporates, and we do not foresee any reasonable improvement to that situation in the near future.

Therefore, we consider that two main changes are needed to the current EMIR regime:

1. **One-sided reporting:** we see absolutely **no added value in reporting the same transaction twice, both by the financial and the non-financial counterparty**. The EU should adopt one-sided reporting as this would not compromise the supervisors' ability to monitor systemic risk but would greatly ease the burden on companies.
2. **Exempting intra-group transactions from the reporting requirement:** Non-financial companies centralise risk management for the purposes of efficiency and cost saving. External derivative transactions are often undertaken by a central unit and these are then mirrored as intra-group transactions with the part of the group where the underlying business risk has arisen. **Reporting the intra-group transactions does not bring any additional value to the supervisor**, as it has already indirectly been reported as an external transaction but it significantly increases the reporting burden on companies.

We believe that these improvements to EMIR would also be helpful to the supervisor as they would decrease the number of reported transactions that bear no systemic significance, and would therefore allow the supervisor to better monitor real systemic risk concentrations within the financial system.

Question 2.6: Cross-Border Activity in the OTC derivatives markets

OTC derivatives markets are global in nature, with many transactions involving Union counterparties undertaken on a cross-border basis or using third country infrastructures. EMIR provides a framework to enable cross-border activity to continue whilst ensuring, on the one hand, that the objectives of EMIR are safeguarded and on the other hand that duplicative and conflicting requirements are minimised.

With respect to activities involving counterparties established in third country jurisdictions; are there any provisions or definitions within EMIR that pose challenges for EU entities when transacting on a cross-border basis?

Some non-financial companies report difficulties in identifying the branches of EU banks that are in the scope of EMIR. Usually local non-EU treasuries are not aware of EMIR, and it is difficult for the central EU treasury to keep up-to-date records of bank counterparties falling within the EMIR scope.

Non-financial companies are **also concerned with having to comply both with EMIR and Dodd Frank, two different legal frameworks with their own rules and requirements.** Complying with those regulations is costly and sometimes inefficient.

We would recommend authorities to have **full mutual recognition between regulation, to seek for more harmonization and, for third party jurisdiction, to simplify the rules.**

*