

FR

FR

FR



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 3.7.2009
COM(2009) 332 final

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides

{SEC(2009) 905 final}
{SEC(2009) 914 final}

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

1. INTRODUCTION

La crise financière actuelle a mis les produits dérivés au centre du débat sur la régulation. La quasi-faillite de Bear Sterns en mars 2008, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le 16 septembre ont mis en évidence le rôle important joué par les produits dérivés en général et par les contrats d'échange sur défaut de crédit (CDS) en particulier.

Les avantages et les risques liés aux marchés de produits dérivés, tels qu'ils ont été révélés au grand jour par la crise financière, font l'objet d'un large consensus. Le rapport du groupe de haut niveau présidé par M. Jacques de Larosière met en lumière les risques découlant de l'explosion de l'utilisation de dérivés de crédit et souligne qu'il est nécessaire de remédier au manque de transparence du marché. À cette fin, le rapport recommande de simplifier et de normaliser les produits dérivés négociés de gré à gré (OTC) et de créer un système de compensation avec contrepartie centrale. En avril, le G20 réuni en sommet à Londres a pris l'engagement d'œuvrer en faveur de la normalisation et de la résilience des marchés des dérivés de crédit, notamment par le recours aux contreparties centrales de compensation soumises à une régulation et à une surveillance efficaces. Le Conseil européen du 19 juin 2009 a également appelé à réaliser de nouveaux progrès en ce qui concerne la transparence et la stabilité des marchés des dérivés.

Depuis octobre 2008, la Commission travaille activement à un examen approfondi des marchés de produits dérivés. Comme annoncé dans la communication «L'Europe, moteur de la relance», la présente communication expose les conclusions de cet examen et prépare le terrain pour les futures mesures destinées à remédier aux problèmes décelés. Parallèlement, la Commission continuera à coopérer avec le secteur concerné afin de mettre en place, comme elle s'y est engagée, une compensation centralisée au niveau de l'UE d'ici à la fin de juillet 2009. Pour la suite, la Commission prendra pleinement en considération les mesures adoptées par les acteurs du secteur.

La présente communication est accompagnée d'un document de travail des services de la Commission, qui contient i) une vue d'ensemble des marchés de produits dérivés, ii) une vue d'ensemble des segments de marché des produits dérivés OTC et iii) une évaluation de l'efficacité des mesures actuelles destinées à réduire les risques, notamment en ce qui concerne les CDS.

La Commission souhaite recevoir l'avis des parties intéressées au sujet des orientations décrites dans la présente communication, et en particulier sur les questions exposées plus en détail dans le document de consultation ci-joint. Les réponses doivent être soumises à la Commission pour le 31 août 2009.

2. PRODUITS DERIVES ET MARCHES DE PRODUITS DERIVES

Le présent chapitre explique ce que sont les produits dérivés, les bénéfices qu'ils apportent à l'économie et les risques qu'ils peuvent comporter et qui sont au cœur de la crise financière.

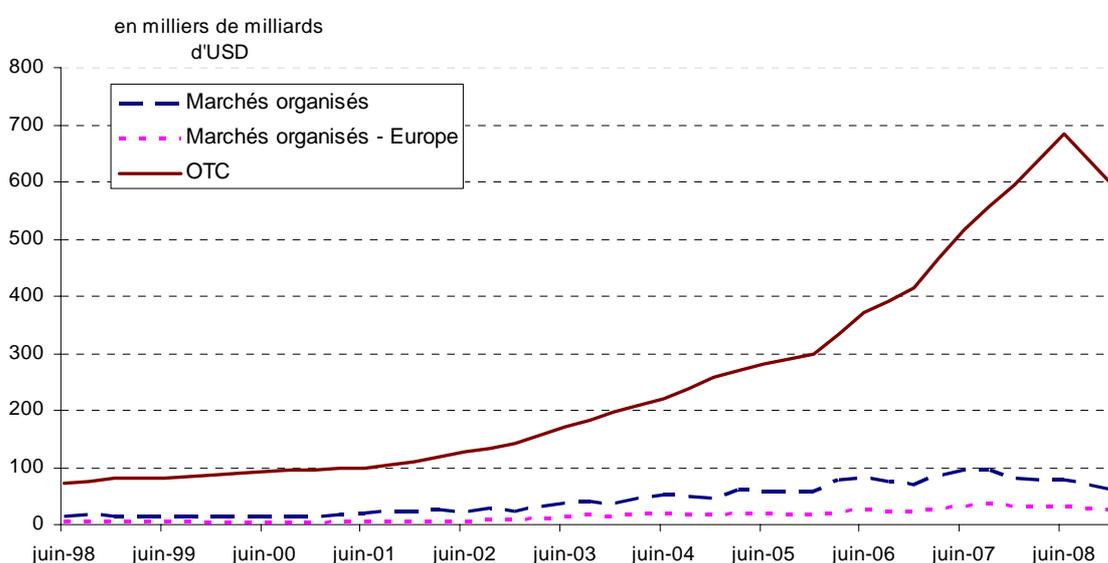
2.1. Que sont les produits dérivés?

Les produits dérivés sont des contrats financiers permettant de négocier et de redistribuer les risques générés dans l'économie réelle. Ils constituent donc des outils importants de transfert des risques pour les agents économiques. Ils sont utilisés aussi bien pour couvrir des risques que pour en acquérir dans le but de réaliser des bénéfices. Ils sont appelés produits dérivés parce que leur valeur est «dérivée» d'un actif sous-jacent, par exemple un instrument financier, une matière première, une variable de marché, voire un service.

Il existe de nombreux types de produits dérivés. Certains sont des produits standard (par exemple les contrats à terme), d'autres non, car chaque contrat est adapté aux besoins spécifiques de l'utilisateur (par exemple les swaps). Les produits dérivés normalisés sont habituellement négociés via des systèmes de négociation organisés où les prix sont publiés (par exemple les bourses de produits dérivés), tandis que les produits dérivés non normalisés sont négociés hors marché, ou «de gré à gré» (OTC, *over-the-counter*), et les prix ne sont pas rendus publics.

L'utilisation de ces produits s'est très fortement accrue au cours des dix dernières années. Cette croissance concerne surtout les transactions OTC, comme le montre le graphique ci-dessous.

Taille des marchés de produits dérivés: transactions sur les marchés et hors marché



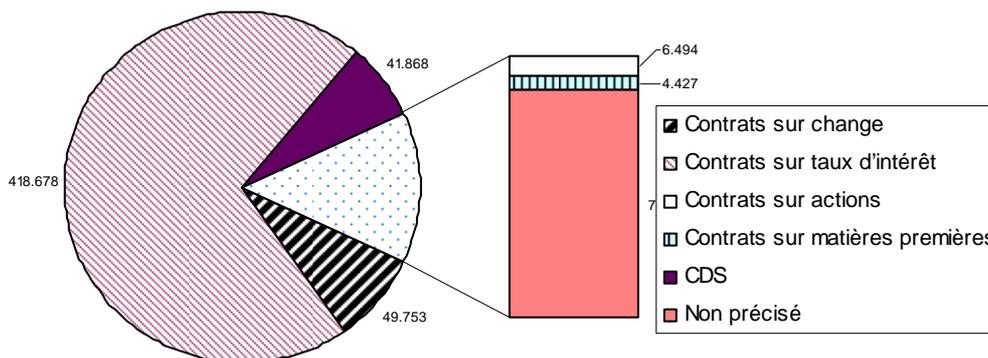
Remarque: le graphique indique l'encours des montants notionnels dans les segments de marché et dans les segments hors marché, en milliers de milliards de dollars des États-Unis (USD), pour la période 1998-2008. Les courbes représentent l'encours des montants au niveau mondial et, séparément, la part des marchés européens (cette distinction géographique n'existe pas en ce qui concerne les données relatives aux OTC). Source: BRI (Banque des règlements internationaux).

Les produits dérivés OTC sont généralement divisés en cinq grands segments: produits dérivés de change, produits dérivés de taux d'intérêt, produits dérivés sur actions, produits

dérivés sur matières premières et produits dérivés de crédit, parmi lesquels les contrats d'échange sur défaut figurent au premier rang. Le graphique ci-dessous décrit les parts relatives de ces segments. Le chapitre 3 du document de travail des services de la Commission présente ces différents segments de manière détaillée et décrit les caractéristiques des différents types de produits dérivés OTC et les risques liés à chacun.

Segments de marché des produits dérivés OTC

Encours des montants notionnels, en milliers de milliards d'USD, décembre 2008



Source: BRI (2009)

2.2. Les produits dérivés sont utiles à l'économie...

Un système économique ne peut pas prospérer si personne n'est prêt à prendre des risques. Ainsi, un entrepreneur qui crée une entreprise prend le risque qu'elle fasse faillite. Une banque qui prête de l'argent à cette entreprise prend le risque que son prêt ne soit pas remboursé intégralement. Cependant, si l'entrepreneur ne crée pas d'entreprise, l'épargnant qui a déposé ses fonds à la banque aura une possibilité de moins d'obtenir un rendement satisfaisant pour son épargne. L'épargnant sait que plus le rendement est élevé, plus le projet financé est risqué. Le financement de projets d'investissement ne peut donc se faire que si quelqu'un est prêt à supporter le risque qui y est lié. Personne n'aime prendre un risque excessif, aussi est-il utile de pouvoir le répartir.

C'est là la fonction des produits dérivés. Ils répartissent ou redistribuent les risques; ils peuvent être utilisés comme protection («couverture») contre un risque particulier ou comme outil permettant de prendre des positions spéculatives. En particulier, des entités commerciales (compagnies aériennes, constructeurs, etc.) utilisent les produits dérivés pour couvrir le risque d'augmentation du prix des matières de base qu'elles utilisent dans leurs activités, ce qui leur permet de mieux planifier leurs besoins futurs.

2.3. ... mais ils peuvent la mettre en péril...

Les établissements qui participent aux marchés de produits dérivés peuvent se protéger contre les risques auxquels ils sont exposés, c'est-à-dire «couvrir» ces risques, en utilisant des produits dérivés. Cependant, si les risques sont couverts sur des marchés OTC, il est difficile pour les participants au marché et pour les autorités de surveillance de déterminer si les risques sont effectivement couverts, vu l'absence d'informations publiques fiables à propos de ces marchés.

Les négociateurs de produits dérivés qui ne sont pas des teneurs de marché et qui n'ont pas d'intérêts dans les actifs sous-jacents favorisent la spéculation, la volatilité et l'accumulation de risques dans le système. Les produits dérivés peuvent être utilisés pour renforcer le bilan des participants aux marchés de ces produits, car ils leur permettent de prendre des positions en disposant de moins de capital que ce qui serait nécessaire pour investir sur les marchés au comptant.

Par ailleurs, en cas de défaillance d'une contrepartie, il peut s'avérer difficile de trouver d'autres contreparties pour assurer la couverture du risque. En effet, celles-ci peuvent être elles-mêmes en difficulté ou hésiter à s'engager dans une transaction étant donné le niveau plus élevé d'incertitude. Ce problème est amplifié sur les marchés où le nombre de participants est faible.

En résumé, lors de la conclusion d'un contrat OTC, il est difficile *d'évaluer* le risque qu'une contrepartie fasse défaut. Sur des marchés financiers fortement interconnectés, cette évaluation nécessiterait en principe que chaque participant à un marché ait une bonne connaissance de tous les autres participants. Étant donné que, sur ces marchés OTC, peu d'informations sont publiques, cette connaissance y est incomplète.

Les CDS sont particulièrement vulnérables sous tous ces aspects. Si la plupart des produits dérivés dépendent de prix du marché observables (par exemple les taux d'intérêt ou les taux de change), ce n'est pas le cas des CDS. En effet, le risque qu'ils couvrent, à savoir le risque de crédit, n'est pas observable directement, mais au moyen d'informations précises sur l'emprunteur, dont seules les banques disposaient habituellement. Cependant, au cours des dernières décennies, le risque de crédit est devenu plus négociable, notamment par le recours à la titrisation. L'évaluation de ce risque demeure difficile, ce qui peut conduire à une situation où le marché est soudainement confronté à une défaillance importante. De plus, les risques liés aux CDS sont encore amplifiés par le fait que les obligations potentielles dont ils sont assortis sont extrêmement lourdes¹. Ces risques ne sont pas propres aux CDS: ils s'appliquent aux produits dérivés en général, encore que dans une moindre mesure.

2.4. ... comme l'a montré la crise financière.

La crise financière a montré que ces risques n'étaient pas théoriques, mais bien réels. Bear Sterns, Lehman Brothers et AIG étaient des acteurs importants du marché des produits dérivés OTC, au titre de négociateurs et/ou d'utilisateurs. Les problèmes que ces entreprises ont connus trouvent leur origine hors des marchés de produits dérivés OTC, ils sont entrés sur le marché des produits dérivés par la voie des CDS qu'elles avaient conclus et, en raison du rôle central qu'elles jouent sur tous les marchés de produits dérivés OTC, ils se sont étendus au-delà des CDS et ont touché l'économie mondiale. L'opacité du marché a empêché, d'une part, les autres participants au marché de savoir exactement quelle était l'exposition de leurs contreparties à ces trois entités, ce qui a conduit à une défiance et à un assèchement soudain de la liquidité. D'autre part, elle a empêché les autorités de régulation de déceler suffisamment tôt les risques qui s'accumulaient dans le système, leur degré de concentration et, par conséquent, leurs incidences sur la stabilité financière en cas de défaut. La faible

¹ Les flux de liquidités associés à un CDS sont «discontinus»: le vendeur d'un CDS reçoit un flux régulier de primes en temps normal, mais il court néanmoins le risque d'une défaillance de l'entité sous-jacente, auquel cas il devra déboursier l'intégralité du montant en principal moins la valeur de l'obligation qui a fait défaut. C'est pourquoi les CDS ont été employés de manière abusive comme instruments de financement.

réglementation du marché a exacerbé ce problème, car les autorités de surveillance ne disposaient pas d'informations suffisantes.

En résumé, la crise a montré que les produits dérivés en général, et les CDS en particulier, avaient créé un réseau de dépendances mutuelles difficile à comprendre, à démêler, et à maîtriser immédiatement après une défaillance. La crise a donc fait apparaître que les caractéristiques des marchés de produits dérivés OTC (nature privée des contrats dont peu d'informations sont divulguées, réseau complexe de dépendances mutuelles, difficulté d'établir la nature et le niveau des risques) accroissaient l'incertitude en période de tensions sur les marchés, et faisaient donc peser des risques sur la stabilité financière.

3. GESTION DU RISQUE DE CONTREPARTIE

Ce risque peut être atténué par la manière dont les fonctions de négociation et de post-négociation sont structurées. Au niveau de la négociation, les risques peuvent être réduits grâce à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, c'est-à-dire par exemple en assurant l'exécution, l'affirmation et la confirmation des transactions par voie électronique². Ainsi, l'exécution des transactions OTC serait plus semblable à l'exécution des transactions sur les marchés organisés. L'amélioration de l'efficacité opérationnelle était au centre des débats sur la régulation avant la crise financière; grâce à cela, par exemple, les CDS font de plus en plus souvent l'objet d'une affirmation et d'une confirmation électroniques.

Cependant, si l'efficacité opérationnelle est nécessaire, elle est insuffisante en tant que telle. Pour faire face efficacement aux risques décrits ci-dessus, il est important de renforcer également les opérations post-négociation, notamment la compensation. La compensation sert à limiter les risques évoqués ci-dessus. Elle joue donc un rôle essentiel dans les marchés de produits dérivés. La compensation peut se faire au niveau bilatéral, entre les deux contreparties à une transaction donnée, ou à un niveau centralisé du marché, grâce à une contrepartie centrale. Sur les marchés organisés, la compensation se fait presque exclusivement en passant par des contreparties centrales. Hors marché, la compensation bilatérale reste la norme, même si certains segments de marché disposent également d'une compensation centrale (notamment les contrats d'échange de taux d'intérêt).

- **Compensation bilatérale:** les deux contreparties établissent généralement des accords de garantie qui prévoient un suivi régulier de l'évolution de la valeur du contrat, afin de surveiller leur risque de crédit respectif l'un par rapport à l'autre. Si cette valeur évolue de telle manière que l'une des parties a une créance sur la contrepartie, elle peut exiger une garantie. La mise en place d'une garantie permet de limiter le risque de crédit, mais elle nécessite de tenir compte de relations de compensation avec de nombreuses contreparties. La nature même de ce réseau bilatéral complexe fait qu'il est difficile pour un établissement de déterminer son propre risque de crédit compte tenu des risques auxquels ses contreparties sont exposées les unes par rapport aux autres, et encore plus difficile d'évaluer les conséquences en cascade qu'aurait la défaillance d'une contrepartie.
- **Compensation avec contrepartie centrale:** la chambre de compensation avec contrepartie centrale intervient dans chaque transaction en faisant office de contrepartie pour chacune

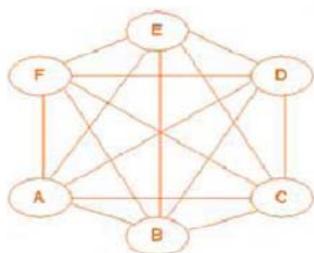
² Pour une description plus précise de ces concepts, voir le document de travail des services de la Commission ci-joint, point 2.2.

des parties à la négociation. Les deux parties à la négociation ont en conséquence des obligations à l'égard de la contrepartie centrale, et ces deux parties sont donc exposées à une seule et même partie sur ce marché. L'utilisation d'une telle contrepartie centrale présente de nombreux avantages. Une chambre de compensation avec contrepartie centrale est, de facto, une assurance mutuelle avec un système de protection mutuel. Elle facilite la gestion des garanties, celles-ci étant recueillies et gérées par la contrepartie centrale. Elle est également plus sûre, la chambre de compensation agissant en tant que garant central et en tant qu'institution dont le seul objet est la gestion du risque avec plusieurs niveaux de sécurité. Du fait que son seul objet est la gestion du risque, elle est aussi une partie neutre. De par sa situation centrale, il est plus facile pour la contrepartie centrale d'analyser et de gérer le risque. En outre, la centralisation des informations facilite la surveillance du risque par les autorités de régulation. Compte tenu de son rôle systémique, il est indispensable que la contrepartie centrale soit gérée de manière professionnelle et largement capitalisée et qu'elle fasse l'objet d'une régulation adaptée afin d'être sûre et solide³.

Compensation bilatérale et compensation avec contrepartie centrale

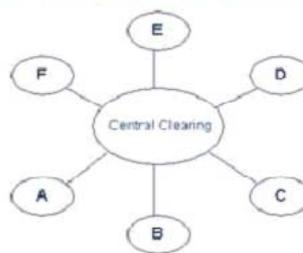
Compensation bilatérale

- Réseau d'expositions à des contreparties
- Mouvements complexes des garanties
- Risque d'effet de domino en cas de défaillance d'une des parties



Contrepartie centrale

- Système centralisé avec garant central
- Mouvements des garanties uniquement de et vers la contrepartie centrale
- Contrepartie centrale suffisamment capitalisée pour absorber la défaillance d'une des parties



Compte tenu de ces avantages, pourquoi les participants aux marchés n'adoptent-ils pas systématiquement une contrepartie centrale? La première raison, manifeste, est que la sécurité a un coût pour les participants, qui doivent apporter une contribution aux mécanismes de protection qu'offre la contrepartie centrale. Deuxièmement, la contrepartie centrale accroît la transparence, d'où une redistribution de l'avantage informationnel au détriment de ceux qui en bénéficiaient jusqu'alors (en l'occurrence, les principaux négociateurs de produits dérivés OTC). Mais il est également vrai qu'il n'est pas possible d'utiliser une contrepartie centrale dans tous les cas. La mise en place d'un tel système n'est possible que si un certain nombre de conditions sont remplies, notamment en matière de liquidité et de normalisation. Par conséquent, étant donné que tous les produits dérivés OTC ne se prêtent pas à une compensation via une contrepartie centrale, la Commission va également agir pour améliorer la gestion du risque de contrepartie en ce qui concerne les transactions bilatérales.

³ Voir le point 2.4.2 du document de travail des services de la Commission pour une description plus détaillée de la compensation avec contrepartie centrale.

En résumé, les risques associés aux produits dérivés dépendent de la structure du marché. D'une manière générale, les marchés de gré à gré présentent un niveau de risque beaucoup plus élevé que les marchés réglementés, les premiers étant plus opaques et les relations de contrepartie y étant plus complexes. L'efficacité des outils de limitation du risque dans le cas de contreparties bilatérales laisse donc beaucoup à désirer, et la manière dont le risque de contrepartie est limité doit être améliorée de manière substantielle.

4. MESURES DEJA PRISES PAR LA COMMISSION POUR AMELIORER LA STABILITE FINANCIERE SUR LES MARCHES DE PRODUITS DERIVES

Les produits dérivés ne sont pas exclus du champ d'application de la réglementation communautaire en matière de services financiers, mais un réexamen du cadre réglementaire en vigueur n'en est pas moins justifié compte tenu de l'énorme croissance des marchés de produits dérivés OTC, du volume croissant de positions spéculatives prises par l'intermédiaire de produits dérivés et de la plus grande participation d'entités non régulées aux marchés de produits dérivés. Depuis le début de la crise, la Commission a pris des mesures pour répondre rapidement aux risques les plus immédiats et les plus graves associés aux produits dérivés.

Premièrement, en ce qui concerne les CDS, M. Charlie McCreevy a, en octobre 2008, demandé (i) un examen systématique des marchés de produits dérivés suite aux leçons tirées de la crise financière, et (ii) l'élaboration de propositions concrètes permettant de limiter le risque que représentent les dérivés de crédit⁴. En conséquence, les négociateurs de CDS se sont engagés à commencer, d'ici au 31 juillet 2009, à compenser, sur une ou plusieurs contreparties centrales européennes, des CDS éligibles sur des entités européennes de référence et des indices sur ces entités⁵.

Deuxièmement, certains des problèmes relatifs à la titrisation et au transfert des risques excessifs et à la mauvaise évaluation des risques ont été traités lors du réexamen de la directive «fonds propres»⁶. Cette proposition prévoit notamment que les entreprises qui reconditionnent des créances (les «initiateurs») pour les proposer en tant que titres négociables devront conserver une partie de l'exposition à ces titres tandis que les entreprises qui investissent dans ces instruments ne pourront prendre des décisions en la matière qu'après avoir fait preuve de toute la diligence requise. À défaut, les titres concernés seront fortement pénalisés.

⁴ Charlie McCreevy, «*Time for regulators to get a better view of derivatives*», 17 octobre 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Le 17 février 2009, neuf grands établissements internationaux (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley et UBS) se sont engagés à utiliser une ou plusieurs contreparties centrales dans l'Union européenne, une fois celles-ci établies en tant que systèmes conformément à la directive concernant le caractère définitif du règlement (98/26/CE), pour (i) compenser les CDS sur des entités européennes de référence, dès lors que ces CDS sont éligibles pour une telle compensation, et les indices basés sur ces entités, et (ii) reporter les contrats éligibles en cours. Un établissement financier supplémentaire (Nomura) s'est joint à cet engagement par la suite. L'initiative a reçu le soutien de la Fédération bancaire de l'Union européenne, de l'European Public Banks Board et d'autres associations professionnelles du secteur bancaire.

⁶ COM(2008) 602 final – COD 2008/191 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises.

Troisièmement, en ce qui concerne le risque systémique que représente la négociation à des fins spéculatives, la Commission adoptera bientôt une proposition sur les exigences de fonds propres applicables au portefeuille de négociation des établissements financiers et aux positions de titrisation et de retitrisation. Les niveaux de capital plus élevés prévus par cette proposition devraient permettre d'éviter que les établissements financiers ne puissent prendre des risques à court terme excessifs.

Quatrièmement, la Commission réexamine à l'heure actuelle son approche générale en ce qui concerne la surveillance des marchés financiers. En se dotant d'une autorité de surveillance macrofinancière, l'Europe sera capable de déceler les risques excessifs qui s'accumulent dans le système et d'agir en conséquence. Le Comité européen du risque systémique contribuera à empêcher les risques liés aux marchés de produits dérivés de devenir une menace pour l'ensemble du système financier et économique.

Cinquièmement, les agences de notation du crédit n'ayant pas évalué correctement le risque que représentaient certains instruments complexes, notamment du fait de conflits d'intérêt inhérents au modèle «émetteur-payeur», la nécessité d'une régulation est devenue manifeste. En avril 2009, le Conseil et le Parlement européen ont approuvé un règlement proposé par la Commission selon lequel les agences de notation devront respecter des normes strictes d'intégrité, de qualité et de transparence, et être soumises à la surveillance continue des autorités publiques⁷.

Enfin, la Commission européenne a présenté une proposition de directive sur les hedge funds et les autres gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs qui va créer un cadre de régulation et de surveillance complet et efficace à l'échelon européen. La directive proposée va permettre aux États membres d'améliorer la surveillance macro- et microprudentielle du secteur, de limiter le niveau de levier auquel ces entités pourront avoir recours et de prendre les mesures coordonnées nécessaires pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers⁸.

5. PISTES POUR L'AVENIR: NOUVELLES INITIATIVES POUR AMELIORER LA STABILITE FINANCIERE

La crise actuelle a montré qu'il était nécessaire d'agir dans le domaine des marchés de produits OTC afin que ceux-ci puissent jouer leur rôle économique d'une manière qui ne compromette pas la stabilité du système. La Commission estime par conséquent que des mesures doivent être prises afin de: a) permettre aux autorités de régulation et de surveillance d'avoir une pleine connaissance des transactions qui se déroulent sur les marchés de produits dérivés OTC, ainsi que des positions prises sur ces marchés; b) rendre les marchés de produits OTC plus transparents à l'égard de leurs utilisateurs; en particulier, des informations plus complètes et de meilleure qualité sur les prix et les volumes devraient être disponibles; c) renforcer l'efficacité opérationnelle des marchés de produits dérivés pour garantir que ces derniers ne nuisent pas à la stabilité financière; et d) limiter les risques de contrepartie et promouvoir les structures centralisées. Les principaux outils pour réaliser ces objectifs sont (i) une

⁷ Commission européenne (2008): proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit, COM(2008) 704, telle qu'approuvée par le Parlement européen et le Conseil le 23 avril 2009.

⁸ Commission européenne (2009): proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, COM(2009) 207.

normalisation plus poussée, (ii) l'utilisation de référentiels centraux de données, (iii) le passage à une compensation via des contreparties centrales, et (iv) le passage à des systèmes de négociation plus publics⁹. La présente section analyse ces outils et propose des orientations pour des travaux futurs.

5.1. Normalisation

En ce qui concerne les produits dérivés OTC susceptibles d'être compensés via une contrepartie centrale, la normalisation est nécessaire pour que les autres outils décrits ci-après puissent être mis en œuvre. En ce qui concerne les produits dérivés OTC non susceptibles d'être compensés via une contrepartie centrale, l'efficacité opérationnelle serait renforcée et les risques opérationnels seraient réduits par une normalisation plus poussée, qui résulterait notamment d'une plus large utilisation de contrats standard et de services d'affirmation et de confirmation, et de systèmes de stockage central, d'automatisation des paiements et de gestion des garanties. La normalisation étant une condition préalable à toute mesure ultérieure, elle constituera un élément de base pour tous les travaux de la Commission visant à rendre efficaces, sûrs et solides les marchés de produits dérivés.

Toutefois, la normalisation nécessite aussi des investissements. La Commission a l'intention de prendre des mesures afin d'inciter les entreprises du secteur à poursuivre leurs investissements en faveur de la normalisation pour les types de produits dérivés OTC qui sont peu susceptibles d'être compensés via une contrepartie centrale ou négociés sur une bourse de valeurs.

5.2. Référentiel central de données

Un référentiel central de données sert à recueillir des données telles que le nombre de transactions ou l'importance de l'encours des positions pour tous les types de produits (qu'ils soient susceptibles d'être compensés via une contrepartie centrale ou non), accroissant ainsi la transparence et le niveau d'information¹⁰. Outre ses bénéfices en matière de transparence, un tel système accroît également l'efficacité opérationnelle du marché. Un référentiel peut par ailleurs fournir d'autres services (et notamment faciliter les règlements et les paiements).

La Commission constate que les référentiels centraux de données présentent un intérêt pour les autorités de surveillance en termes de transparence et de niveau d'information accrus. Cet aspect présente une importance particulière car la compensation par une contrepartie centrale n'est pas aisément applicable à tous les produits dérivés étant donné que toutes les conditions pour une telle compensation ne sont pas toujours réunies et qu'elles ne sont pas faciles à réunir. Le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) va analyser l'utilité d'un tel système en tenant compte des questions relatives à la sécurité juridique, la surveillance et la continuité des activités. Ensuite, sur la base du rapport du CERVM, la Commission prendra les initiatives appropriées.

⁹ La possibilité de mettre en œuvre ces outils dépend en partie du segment de marché, cette mise en œuvre étant plus ou moins complexe. Le chapitre 4 du document de travail des services de la Commission ci-joint présente une analyse plus détaillée de l'efficacité des méthodes actuelles de limitation du risque et de la nécessité qui en découle de mesures supplémentaires pour chaque segment de marché des produits OTC.

¹⁰ Un tel référentiel de données existe pour les CDS: il s'agit du Trade Information Warehouse, géré par la société américaine Depository Trust and Clearing Corporation.

5.3. Compensation avec contrepartie centrale

Des quatre outils envisagés, celui qui a jusqu'à maintenant bénéficié de la plus grande attention est la compensation avec contrepartie centrale. Les systèmes de compensation de ce type ont fait la preuve de leur utilité lors de la crise financière, notamment à la suite de la faillite de Lehman Brothers. La Commission a d'ores et déjà incité les acteurs du secteur à une utilisation plus large de la compensation avec contrepartie centrale et prévoit de mettre en œuvre en priorité la recommandation correspondante du groupe de Larosière.

Pour des raisons ayant trait à la régulation, à la surveillance et à la politique monétaire, il est nécessaire de faire en sorte que la compensation avec contrepartie centrale soit localisée en Europe. En effet, dans ce cas, elle sera soumise aux règles et à la surveillance européennes, et les autorités de surveillance disposeront d'un accès incontestable et sans entrave aux informations détenues par les contreparties centrales. Une localisation européenne pour les contreparties centrales faciliterait aussi l'intervention des autorités européennes en cas de problème. Par exemple, les banques centrales n'offrent pas d'accès direct à leurs facilités de trésorerie aux établissements financiers situés hors de leur zone monétaire¹¹.

Dans le domaine des CDS, les principaux négociateurs de produits dérivés se sont engagés par écrit auprès de la Commission à effectuer la compensation des CDS européens par une ou plusieurs contreparties centrales dès le 31 juillet 2009. Ils travaillent actuellement à normaliser les contrats CDS européens afin de rendre possible une telle compensation. Deux contreparties centrales européennes devraient pouvoir offrir leurs services pour les CDS d'ici au 31 juillet 2009, une troisième, d'ici à décembre 2009 et une quatrième ne s'est pas encore engagée sur une date. D'une manière générale, la Commission salue les efforts réalisés par les établissements financiers pour respecter les délais prévus. Il s'avère d'ailleurs que des deux côtés de l'Atlantique, les établissements financiers ont pris des mesures efficaces en matière de normalisation des CDS. Toutefois, la mise en œuvre de solutions pour certains aspects techniques, notamment ceux en rapport avec la restructuration en tant qu'événement de crédit, n'est pas encore achevée. Si, par conséquent, les établissements financiers ne parvenaient pas à respecter leurs engagements, la Commission envisagerait de recourir à d'autres moyens, comme décrit plus bas. La Commission salue également les mesures prises par les entreprises du secteur et tiendra pleinement compte de leur mise en place et de leur mise en œuvre lorsqu'elle déterminera si des initiatives supplémentaires sont nécessaires pour garantir une utilisation aussi large que possible de la compensation avec contrepartie centrale.

Des incitations à l'utilisation des contreparties centrales existent. Les participants au marché sont naturellement incités à utiliser une contrepartie centrale, celle-ci réduisant leur risque de crédit de contrepartie et diminuant les fonds propres réglementaires requis. Toutefois, ces incitations n'ont pas été suffisantes pour l'emporter sur les incitations commerciales favorisant la compensation bilatérale. La Commission réfléchit par conséquent à la manière de renforcer fortement les incitations à l'utilisation de la compensation par une contrepartie centrale afin de

¹¹ Des accords d'échange de devises entre banques centrales peuvent exister, mais du fait de l'absence d'accès direct aux facilités de trésorerie, la BCE a clairement indiqué qu'elle souhaitait la présence d'une contrepartie centrale dans la zone euro, comme le montre la déclaration de son Conseil des gouverneurs, selon lequel «au moins une contrepartie centrale européenne pour les dérivés de crédit était nécessaire et que, compte tenu de l'importance systémique potentielle des systèmes de compensation et de règlement de titres, une telle infrastructure devait être située dans la zone euro.» BCE (2008), décisions prises par le Conseil des gouverneurs, 18 décembre 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

surmonter les hésitations à caractère commercial éventuelles. Ce renforcement des incitations pourrait être obtenu en i) modifiant les règles sur les fonds propres réglementaires de la directive fonds propres, et ii) fournissant en matière de régulation et de surveillance des garanties supplémentaires en ce qui concerne les contreparties centrales par une réglementation européenne lorsque c'est utile et, éventuellement, une surveillance commune¹². Bien entendu, ces travaux n'affectent en rien le délai prévu pour le passage de la compensation des CDS européens à une ou plusieurs contreparties centrales européennes, à savoir le 31 juillet 2009.

5.4. Lieu de transaction

En principe, pour des produits dérivés normalisés compensés via une contrepartie centrale, la prochaine étape logique serait que la négociation de ces contrats ait lieu sur un marché organisé où les prix et les autres informations relatives aux transactions seraient ouvertement affichés, par exemple un marché réglementé (ou bourse des produits dérivés) ou un système multilatéral de négociation (MTF) soumis à des obligations de transparence. Il en résulterait une plus grande transparence des prix et une meilleure gestion des risques.

Toutefois, les types de contrats normalisés habituellement négociés dans le cadre de systèmes publics ne suffisent pas nécessairement à couvrir tous les besoins de gestion du risque des utilisateurs. La plupart des participants au marché ont une préférence commerciale pour la négociation de gré à gré. Il n'en reste pas moins que le principal facteur à prendre en compte doit être l'importance, pour la stabilité financière, de marchés transparents et opérationnellement efficaces. Du point de vue de la société dans son ensemble, des systèmes de négociation transparents aussi publics et normalisés que possible sont préférables aux fins de l'évaluation des risques et de la détermination des prix.

L'existence d'une concurrence entre différents systèmes de négociation (OTC, bourses et MTF) est également avantageuse pour l'efficacité des marchés dès lors que tous les systèmes sont soumis à des obligations appropriées en matière de transparence et d'organisation, qui garantissent une concurrence loyale. D'autres marchés financiers ont fait le choix de négociations transparentes et organisées. La directive sur les marchés d'instruments financiers (directive MIF) a aboli la règle selon laquelle les négociations devaient avoir lieu sur des marchés réglementés (la règle dite «de concentration»), mais a imposé aux autres systèmes de négociation (MTF, internalisateurs systématiques) des règles de transparence appropriées. Ainsi, pour les actions au comptant, la concurrence entre les systèmes de négociation a lieu dans le cadre de règles de transparence et d'organisation communes. Toutefois, à l'heure actuelle, les dispositions de la directive MIF en matière de transparence ne couvrent pas les produits dérivés et l'obligation de déclaration des transactions ne s'applique qu'aux instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé.

La Commission va étudier la manière de parvenir à un processus de négociation plus transparent et plus efficace pour les produits dérivés OTC en tenant compte de la nature particulière et flexible des marchés de produits dérivés OTC et du régime applicable aux actions au comptant. Dans ce contexte, elle va analyser plus avant i) comment faire en sorte qu'une plus grande partie des transactions passe par des systèmes de négociation transparents

¹² Commission européenne (2009). Communication de la Commission, Surveillance financière européenne, COM(2009) 252.

et efficaces, et ii) quel est le niveau de transparence approprié (prix, transactions, positions) pour les divers types de systèmes de négociation des marchés de produits dérivés.

6. CONCLUSION

Les produits dérivés jouent un rôle important dans l'économie, mais ils présentent aussi certains risques. La crise a fait apparaître que ces risques ne sont pas suffisamment limités dans les négociations de gré à gré, notamment en ce qui concerne les CDS. Depuis le début de la crise financière, la Commission travaille à répondre aux plus urgents de ces risques.

Mais au-delà, la Commission envisagera de prendre des mesures supplémentaires afin de parvenir à une plus grande normalisation et à une plus grande transparence des transactions, afin de consolider le passage à la compensation avec contrepartie centrale en garantissant qu'elle devienne la norme pour le marché des produits dérivés OTC, et afin de faire en sorte qu'une plus grande partie des transactions passe par des systèmes de négociation transparents et efficaces, à chaque fois que c'est possible.

Suite à la consultation publique que lance la présente communication, la Commission tiendra une audition publique le 25 septembre 2009. Les points de vue et les éléments présentés par les parties intéressées alimenteront une analyse d'impact détaillée qui aidera la Commission à affiner sa position. En tenant compte des résultats de cette consultation, la Commission va tirer des conclusions opérationnelles avant la fin de son mandat actuel et présenter des initiatives appropriées, et notamment, le cas échéant, des propositions législatives, avant la fin de l'année.

La Commission tiendra pleinement compte des efforts réalisés par les entreprises du secteur ainsi que des évolutions qui concernent les partenaires principaux de l'UE, notamment le cadre de régulation global pour les produits dérivés OTC annoncé par le Trésor américain. Ce nouveau cadre prévoit en particulier l'obligation de compenser tous les contrats OTC normalisés sur des contreparties centrales et encourage la négociation des produits dérivés OTC sur «des bourses réglementées et par des systèmes électroniques d'exécution des transactions transparents et réglementés¹³». La Commission continuera à coopérer avec les autorités américaines sur ces sujets, notamment dans le contexte du dialogue sur la régulation des services financiers, pour garantir la cohérence des politiques menées au niveau international et éviter l'arbitrage réglementaire.

¹³ Voir la réforme de la régulation financière par le Trésor américain, 17 juin 2009.