COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 20.10.2009
COM(2009) 563 final

# COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN, AU COMITÉ DES RÉGIONS ET À LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

## Mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides

**COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN, AU COMITÉ DES RÉGIONS ET À LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**

**Mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides**

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

## 1. INTRODUCTION

Les produits dérivés sont utiles à l'économie: ils permettent à des agents qui ne sont pas prêts à assumer les risques inhérents à certaines activités économiques de transférer partiellement ou entièrement ces risques vers d'autres agents économiques qui sont prêts à les accepter. Mais ils ont aussi contribué à la crise financière en autorisant des niveaux de levier élevés et en créant des interconnexions entre les acteurs des marchés, un fait qui était passé inaperçu du fait du peu de transparence de marchés où l'essentiel des transactions est réalisé de gré à gré (*over-the-counter* ou OTC). Dès le mois de juillet de cette année, la Commission a mis en avant quatre outils complémentaires susceptibles de réduire l'incidence négative des marchés OTC de produits dérivés sur la stabilité financière: i) une plus grande normalisation des produits, ii) l'utilisation de référentiels centraux de données, iii) un recours accru à la compensation par des contreparties centrales (*Central Counter-party* ou CCP) et iv) une utilisation plus générale de systèmes de négociation organisés[1]. Ces propositions ont fait l'objet d'une consultation auprès des parties intéressées et d'un débat lors d'une conférence à haut niveau le 25 septembre 2009[2].

La présente communication examine une par une les principales faiblesses de l'organisation actuelle des marchés de produits dérivés, tant en ce qui concerne les marchés OTC que les marchés organisés. Il décrit en termes généraux les actions que la Commission prévoit de mener en 2010 pour remédier à ces problèmes et répondre ainsi au besoin d'une plus grande stabilité et d'une plus grande transparence sur ces marchés, qui avait été constaté par le rapport de Larosière, les conclusions du Conseil européen de juin 2009 et le G-20. Toutes les propositions législatives et autres mettant en œuvre les orientations politiques décrites ci-après feront l'objet d'une analyse d'impact, conformément aux règles applicables.

## 2. APPROCHE GENERALE

La Commission estime qu'un changement de paradigme est nécessaire. Au point de vue habituel selon lequel les instruments dérivés sont destinés à une utilisation professionnelle ne nécessitant qu'une réglementation légère doit être substituée une approche où la législation permet aux marchés d'établir correctement le prix des risques. En conséquence, les mesures

---

1 Communication de la Commission: Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides [COM(2009) 332], document de travail des services de la Commission [SEC(2009) 905] et document de consultation [SEC(2009) 914].

2 Les réponses à la consultation, le résumé des avis exprimés par les parties intéressées et le résumé de la conférence et des présentations peuvent être consultés à partir de la page web suivante du site web de la Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm

proposées permettront de faire en sorte que sur les marchés de produits dérivés, la compensation et la négociation, au lieu d'être essentiellement bilatérales et de gré à gré comme aujourd'hui, tendront vers un fonctionnement plus centralisé.

Les différents segments des marchés d'instruments dérivés présentent des caractéristiques différentes en ce qui concerne le niveau de risque, les modalités de fonctionnement et les acteurs. D'une manière générale, la Commission estime qu'une politique globale portant sur les instruments dérivés est nécessaire pour éviter que les acteurs des marchés n'exploitent des différences entre règles (arbitrage réglementaire). Toutefois, lorsque c'est justifié, les propositions de la Commission tiendront dûment compte des particularités des catégories d'actifs et de contrats ainsi que des spécificités des acteurs des marchés, en trouvant un juste équilibre entre établissements financiers et non financiers. Elles prendront également en considération les spécificités de certains marchés de matières premières, notamment ceux du gaz et de l'électricité, dont la structure des marchés physiques est particulière. Compte tenu des caractéristiques en matière de risques des différents segments de marché, les efforts de la Commission ont par exemple d'abord porté sur les contrats d'échange sur défaut[3].

### 2.1. Coopération internationale

Le marché des produits dérivés est mondial, et il faut empêcher tout arbitrage réglementaire. Pour assurer la mise en place d'un cadre réglementaire international solide et convergent, les propositions ci-après sont conformes à l'objectif de la réunion du G-20 du 25 septembre 2009 appelant à des améliorations sur les marchés OTC de produits dérivés[4]. Afin d'assurer une mise en œuvre cohérente de ces politiques dans le monde entier, la Commission prévoit de préciser plus avant les détails techniques en coopération avec ses partenaires du G-20 et le Conseil de stabilité financière, et notamment les États-Unis, qui mettent eux aussi en place une nouvelle approche en ce qui concerne les marchés de produits dérivés.

### 2.2. Établissements non financiers

Le rôle du système financier est de mettre à disposition de projets d'investissement des fonds fournis par les épargnants, notamment en répartissant plus largement les risques. En conséquence, la stabilité financière est d'une importance cruciale pour les établissements non financiers. Lorsque les entreprises non financières ont payé une entreprise financière pour bénéficier d'une protection, transférant ainsi leurs risques dans le système financier, ils ont généralement bénéficié d'une sous-évaluation du risque lors de la phase qui a précédé la crise. Mais le net recul de l'activité économique en a également fait des victimes de la crise financière. Les établissements non financiers font ainsi partie du réseau d'interdépendances que créent les contrats dérivés; ils tireraient donc potentiellement profit de mesures visant à réduire le risque de crédit de la contrepartie et à accroître la transparence, décrites ci-après.

---

3 Communiqué de presse de la Commission: «Une étape importante vers la stabilité financière: le marché européen des contrats d'échange sur défaut devient plus sûr», IP/09/1215, 31 juillet 2009.

4 «Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plateformes d'échanges ou via des plateformes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés ("trade repositories"). Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées. Nous demandons au CSF et à ses membres d'évaluer régulièrement la mise en œuvre de ces mesures et déterminer si elles sont suffisantes pour améliorer la transparence sur les marchés de produits dérivés, atténuer les risques systémiques et assurer une protection contre les abus des marchés.»

La Commission reconnaît le rôle essentiel que jouent les produits dérivés pour couvrir les risques qui résultent de l'activité normale des entreprises. Si, en principe, les opérations de couverture devraient pour l'essentiel être réalisées au moyen de produits dérivés normalisés ou non personnalisés, les produits dérivés sur mesure resteront néanmoins nécessaires. La Commission ne souhaite donc pas limiter les termes économiques des contrats dérivés, ni interdire l'utilisation de contrats personnalisés, ni les rendre exagérément coûteux pour les établissements non financiers. Toutefois, il faut rétablir la fonction des prix pour l'allocation des ressources: le prix des produits dérivés doit tenir compte des risques systémiques qu'ils impliquent afin d'éviter que ces risques ne soient, en dernier ressort, transférés vers le contribuable. En renforçant de cette manière la stabilité financière, on réduit la probabilité de crises graves et on place l'Europe sur la voie d'une croissance plus durable.

Le coût du renforcement de l'infrastructure des marchés OTC de produits dérivés ne doit pas être supporté par le contribuable, mais par ceux qui tirent un bénéfice direct de l'utilisation des produits dérivés. La plus grande partie de ce coût sera supporté par les entreprises financières, mais une partie concernera des établissements non financiers. Toutefois, ce coût devrait diminuer progressivement: plus les infrastructures centrales de marché seront utilisées, plus les coûts par utilisateur seront faibles, grâce aux effets de réseau. Les entreprises non financières devraient également être les principales bénéficiaires des propositions en matière de transparence exposées à la section 5.

La Commission effectuera des analyses d'impact avant de finaliser ses propositions. Elle prendra en considération tous les éléments fournis par les parties intéressées quant aux coûts et aux avantages des orientations politiques décrites ci-dessous en les mettant en rapport avec les risques auxquels sont exposés les contribuables, compte tenu du fait que peu d'établissements non financiers ont une importance systémique.

Afin de promouvoir la compétitivité et la croissance des entreprises européennes, la Commission visera à faire en sorte que les options politiques retenues permettent aux établissements non financiers de gérer les risques inhérents à leurs activités.

Il n'en reste pas moins que la réalisation de l'objectif général de marchés de produits dérivés plus sûrs ne doit pas être compromis par des failles.

## 3. RISQUE DE CREDIT DE LA CONTREPARTIE

La crise a notamment montré que les acteurs du marché n'établissaient pas correctement le risque de crédit de la contrepartie. La compensation permet de réduire ce risque. Elle peut être soit bilatérale entre les deux parties, soit, pour un marché donné, centralisée au moyen d'une contrepartie centrale ou CCP, ce qui implique la mise en place de garanties suffisantes. Les propositions qui suivent visent par conséquent à renforcer les mécanismes de compensation des produits dérivés, tant centrale que bilatérale.

### 3.1. Compensation centrale: sûreté et solidité

La Commission estime que la compensation par CCP est le meilleur outil pour gérer le risque de contrepartie, un avis partagé par le G-20. À l'heure actuelle, les CCP fournissent des services sur une base européenne mais sont soumis à des réglementations nationales, aucune

législation communautaire ne les couvrant pour le moment[5]. Des recommandations du SEBC et du CERVM[6] ont permis d'engager un processus de convergence des approches nationales, mais elles n'ont pas de caractère contraignant. Compte tenu de l'importance systémique des CCP, la Commission prévoit de proposer des actes législatifs régissant leurs activités afin de faire disparaître toute divergence entre les législations nationales et de garantir leur sûreté et leur solidité ainsi que leur bonne gouvernance. Dans sa communication du 3 juillet 2009, la Commission a également noté qu'il existait des arguments forts en faveur de l'implantation de CCP en Europe, découlant notamment de considérations en matière de régulation, de surveillance et de politique monétaire. Aujourd'hui, l'Europe compte de nombreuses CCP, mais la mise en place d'un cadre de régulation et de surveillance clair y contribuera de manière significative.

Les CCP fournissent des services pour différentes catégories d'actifs, notamment actions, obligations et produits dérivés (cotés ou OTC). Il ne serait donc pas judicieux d'élaborer une législation qui ne porte que sur l'activité d'une seule catégorie d'actifs. La future proposition législative sur les CCP devra donc couvrir la même gamme d'instruments financiers que la directive MIF afin de garantir la cohérence tout au long de la chaîne de valeur et d'éviter les failles. Par conséquent, la Commission va proposer un acte législatif régissant les activités des CCP qui fixe des exigences dans les domaines principaux suivants:

(1) **conduite des affaires et gouvernance** (par exemple dispositions en matière de conflits d'intérêt, d'accès, de transparence des risques et des procédures, de continuité des activités et de connaissances spécialisées minimales);

(2) règles pour garantir que les CCP n'adoptent pas de **normes de gestion des risques** trop laxistes. Il peut être nécessaire pour cela que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), aux fins de l'application des règles fixées dans l'acte législatif de base, élabore des normes techniques pour garantir que les participants aux CCP bénéficient d'exigences de capital réglementaire aussi faibles que possible pour le risque de crédit de la contrepartie des contrats faisant l'objet d'une compensation centrale, conformément au cadre qui est actuellement finalisé par le Comité de Bâle. Compte tenu de leur rôle clé en matière de gestion des risques, les CCP devraient être soumises à des exigences de fonds propres adéquates;

(3) **protection juridique des garanties et des positions** fournies par les clients des membres de la CCP afin d'encourager un vaste éventail de participants à recourir à la compensation centrale. Des règles devront garantir la ségrégation des actifs et la portabilité des actifs et des positions des clients;

(4) un **agrément** octroyé au titre de cette proposition permettra aux CCP de fournir leurs services dans tous les États membres. Afin d'éviter les doubles vérifications et de renforcer la confiance mutuelle entre autorités, la Commission estime que c'est l'Autorité européenne des marchés financiers qui devrait délivrer aux CCP

---

[5] Pour l'heure, le seul texte législatif communautaire portant sur la sûreté et la solidité des CCP est la directive concernant le caractère définitif du règlement. Si elle joue un rôle essentiel, puisqu'elle vise à éviter qu'une défaillance d'un participant à une CCP n'affecte les autres participants, sa fonction n'en est pas moins limitée à celle d'un instrument de gestion de crise et non d'un outil général couvrant tous les aspects des activités des CCP, et elle est donc insuffisante pour garantir leur sûreté et leur solidité.

[6] Respectivement le Système européen de banques centrales et le comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières.

l'autorisation d'exercer leur activité dans l'UE. Afin d'assurer une surveillance courante adéquate au niveau européen, la Commission visera à répartir de manière appropriée les responsabilités entre l'AEMF et les autorités de surveillance nationales, ce qui pourra impliquer d'octroyer à l'AEMF des pouvoirs de surveillance directs compte tenu de la nature particulière des CCP, et en particulier de leur portée paneuropéenne. Une alternative consisterait, compte tenu de l'importance des responsabilités éventuelles ou susceptibles de naître, à confier la surveillance courante, au sein de l'AEMF, à un collège d'autorités de surveillance des États membres les plus directement concernés;

(5) l'AEMF assisterait en outre la Commission lors de l'élaboration de décisions de **reconnaissance de CCP de pays tiers** soumises à une réglementation et à une surveillance comparables et aussi complètes, en examinant les demandes d'accès au marché de prestataires de pays tiers sur la base de considérations prudentielles.

### 3.2. Règles applicables aux garanties en cas de compensation bilatérale

Si, idéalement, tous les produits dérivés devraient faire l'objet d'une compensation centrale, tous ne sont pas adaptés à une telle compensation en pratique. Certains produits sont trop personnalisés tandis que d'autres ne sont pas assez liquides pour ce type de compensation. De tels contrats continueront à être compensés de manière bilatérale, les contreparties échangeant des garanties pour couvrir leur exposition. Toutefois, les niveaux actuels des garanties sont trop faibles et ne tiennent pas compte du risque que les instruments dérivés à compensation bilatérale représentent pour le système financier une fois qu'ils atteignent une certaine masse critique. Les entreprises financières doivent détenir des garanties plus importantes pour couvrir leur exposition au crédit.

La Commission va proposer des dispositions législatives obligeant des entreprises financières (notamment les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les entreprises de gestion d'investissements) de fournir une marge initiale (dépendant des caractéristiques de la contrepartie) et une marge de variation (dépendant du changement de la valeur du contrat). Ces exigences encourageront en outre à recourir à une contrepartie centrale puisqu'elles réduiront l'avantage économique découlant de la faiblesse de la garantie à fournir par rapport aux exigences de garantie strictes des CCP.

Hors cas de défaillance, l'échange de garanties n'influe pas sur les revenus nets d'une entité. Mais les entreprises non financières utilisatrices de produits dérivés pourraient ne pas être disposées à fournir des garanties en trésorerie pour la marge de variation, de telles garanties pouvant avoir un effet négatif sur leur liquidité. Leurs contreparties financières pourraient alors être exposées à un risque de crédit, qu'elles devraient gérer avec leur client. Le cas échéant, les exigences de marge de variation doivent être conçues de manière à ne pas limiter la possibilité, pour les entreprises non financières, de transférer les risques, notamment pour celles dont l'utilisation des produits dérivés se situe en-deçà d'un certain seuil. Mais l'octroi de conditions particulières à de telles entreprises pourrait créer des failles susceptibles de permettre à des entreprises financières de se livrer à un arbitrage réglementaire. Les dérogations éventuelles devront être conçues de manière à ne pas permettre les abus.

### 3.3. Exigences de fonds propres pour la compensation bilatérale

Dans sa communication de juillet, la Commission a envisagé la possibilité de soumettre à des exigences de fonds propres plus élevées les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation

centrale. La réunion du G-20 à Pittsburgh a consacré ce principe à l'échelon international. De telles exigences de fonds propres plus élevées seraient la contrepartie des risques plus élevés que ces contrats représentent pour le système. Étant donné que ces exigences de fonds propres s'appliqueraient après échange des garanties et calcul des expositions nettes, cette approche serait une incitation supplémentaire pour les acteurs du marché à négocier une plus large gamme de produits via une compensation centrale. La Commission veillera donc à ce que les règles tiennent compte de la différence entre le risque de crédit de la contrepartie plus faible des contrats faisant l'objet d'une compensation centrale et le risque de crédit plus élevé des contrats dont la compensation est bilatérale. La principale mesure à cette fin consistera à accroître la différence entre les exigences de fonds propres pour les contrats dont la compensation est centrale et ceux dont la compensation est bilatérale dans la directive sur les exigences de fonds propres[7].

Ces changements doivent être conformes à l'approche définie par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le forum mondial pour l'élaboration de règles internationales en matière de fonds propres des banques, afin d'éviter toute distorsion de la concurrence et de limiter les possibilités d'arbitrage réglementaire. La Commission coopérera avec ses partenaires pour assurer la conclusion d'un accord et fera tout son possible pour proposer des modifications à la directive sur les exigences de fonds propres conformément aux principes ci-dessus dans le courant de l'année 2010.

### 3.4. Compensation centrale obligatoire

Outre les exigences de fonds propres pour les produits qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale, la Commission prévoit que, pour les produits dérivés normalisés, la compensation via CCP soit rendue obligatoire, conformément à la déclaration du G-20. Au cours de l'élaboration de ses propositions détaillées, la Commission coopérera avec ses partenaires du G-20, et notamment les États-Unis, afin de trouver des solutions ambitieuses aux problèmes pratiques relatifs à la mise en œuvre de cette exigence. Il sera notamment nécessaire de déterminer quels contrats peuvent être considérés comme normalisés aux fins d'une compensation centrale. Si les contrats normalisés doivent devenir la norme, les contrats non normalisés doivent également être surveillés de plus près par les autorités compétentes.

## 4. RISQUE OPERATIONNEL

Le risque opérationnel est le risque de pertes découlant d'une inadéquation ou d'une défaillance des processus internes ou d'événements extérieurs, y compris le risque juridique. Le marché a tenté de réduire le risque opérationnel. Ainsi, les pratiques du marché ont abouti à l'établissement de documents juridiques normalisés pour une grande partie du marché des produits dérivés. En outre, les acteurs du marché sont progressivement passés à un traitement électronique des transactions. L'utilisation obligatoire de référentiels de données et le recours plus large à la compensation centrale devraient favoriser cette évolution. Il devrait en résulter une plus grande normalisation des contrats en ce qui concerne leur traitement électronique et leurs clauses juridiques standard (sans que les termes économiques des contrats en soient modifiés), ce qui favorisera à son tour le recours à une compensation centrale.

---

[7] Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, JO L 177 du 30.6.2006, p. 1.

La Commission estime néanmoins que les efforts du secteur en faveur d'une réduction des risques opérationnels doivent être renforcés. Elle prévoit donc d'étudier l'opportunité de revoir l'approche du risque opérationnel prévue par la directive sur les exigences de fonds propres afin d'encourager la normalisation des contrats et du traitement électronique.

En outre, il est nécessaire que les acteurs du marché agissent de manière plus collective. La Commission va donc, sur la lancée des résultats obtenus par le groupe de travail sur les produits dérivés, fixer des objectifs européens ambitieux, avec des délais stricts, pour la normalisation des clauses juridiques et des processus, tout en veillant à ce que les initiatives internationales tiennent dûment compte des spécificités européennes et partant, bénéficient aussi intégralement à l'Europe.

## 5. TRANSPARENCE

Les marchés OTC de produits dérivés ont manifestement manqué de transparence quant aux prix, aux transactions et aux positions. Ce manque de transparence vis-à-vis des autorités réglementaires et du marché a été variable dans le temps et selon les produits, mais d'une manière générale, il a empêché ces autorités de surveiller efficacement les marchés de produits dérivés en termes de risque systémique et d'abus de marché. Pour les acteurs du marché, il a rendu difficile l'accès à des prix fiables, l'évaluation des risques, l'estimation des positions et la vérification de la meilleure exécution.

### 5.1. Référentiels centraux

Les autorités réglementaires responsables du risque systémique et des services financiers doivent pouvoir disposer d'une vue d'ensemble complète du marché des produits dérivés. Par conséquent, la déclaration de toutes les transactions auprès de référentiels centraux devrait être rendue obligatoire. Les informations sur les transactions réalisées sur une bourse ou compensées via un CCP peuvent être directement fournies aux autorités compétentes par ces entités. La Commission va proposer des mesures législatives régissant les référentiels centraux et instituant de nouvelles obligations de déclaration aux participants au marché.

Les référentiels joueront un rôle central dans la nouvelle structure du marché. Ils doivent par conséquent être soumis à une régulation publique afin de garantir la sécurité, la solidité et l'efficacité de leur fonctionnement. La législation doit créer un cadre juridique commun pour le fonctionnement des référentiels centraux couvrant notamment les exigences en matière d'autorisation et d'enregistrement, l'accès et la participation aux référentiels, la divulgation des données, la qualité et l'actualité des données, l'accès aux données, la protection des données, la sécurité juridique des contrats déclarés, la gouvernance et la fiabilité opérationnelle[8].

D'après la Commission, c'est l'AEMF qui devrait être compétente pour l'autorisation et la surveillance des référentiels car ceux-ci proposent leurs services à l'échelon européen, voire mondial. L'AEMF devrait également être compétente pour autoriser des référentiels de pays tiers à exercer leur activité dans l'UE sur la base d'une décision de la Commission quant à l'équivalence du cadre réglementaire concerné, compte tenu de considérations prudentielles. Elle doit veiller à ce que les autorités de régulation européennes disposent réciproquement un accès sans entrave à des informations internationales complètes. En l'absence d'un tel accès, la Commission encouragerait la création et l'exploitation de référentiels centraux basés en

[8] Une initiative en ce sens a été lancée par le forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC.

Europe. L'AEMF agira donc en tant qu'intermédiaire pour la diffusion d'informations sur les produits dérivés auprès des autorités nationales de régulation des services financiers et des autorités de régulation sectorielles[9].

### 5.2. Négociation sur les marchés organisés

Le G-20 a convenu que «tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plateformes d'échanges ou via des plateformes de négociation électronique.» Dans l'UE, cela implique que les transactions susceptibles d'être effectuées sur des bourses le seront sur des marchés organisés tels que définis par la directive MIF[10]. Presque toutes les bourses de produits dérivés recourent à une contrepartie centrale. En complétant la compensation centrale par des transactions sur un marché organisé, la nature bilatérale des échanges disparaîtrait; il en résulterait des prix, des volumes et des positions ouvertes clairement visibles et un meilleur accès au marché.

### 5.3. Transparence pré- et post-négociation

La négociation sur des marchés organisés devra s'accompagner d'un renforcement des dispositions qui y sont applicables, notamment en ce qui concerne la transparence des négociations. L'harmonisation des exigences de transparence pré- et post-négociation en ce qui concerne la publication des transactions, des prix et des volumes pour les différents marchés organisés doit faire l'objet d'un examen attentif, y compris en ce qui concerne les marchés OTC. Il sera essentiel d'éviter les failles dans le cadre applicable aux marchés et de veiller à ce que les produits dérivés soient entièrement couverts. Ces aspects seront pris en considération lors du réexamen de la directive MIF en 2010.

L'effet des obligations accrues de transparence devra être mesuré afin de limiter les retombées excessives qu'auraient ces obligations en matière de liquidité et de coûts administratifs.

Par ailleurs, à Pittsburgh, les chefs d'État et de gouvernement du G-20 avaient convenu «d'améliorer la régulation, le fonctionnement et la transparence des marchés financiers et physiques de matières premières afin de remédier à la volatilité excessive des prix des matières premières.» La réglementation financière sera modifiée afin de garantir que les marchés dérivés agricoles de l'UE conservent leur fonction initiale d'outils de découverte des prix et de couverture permettant de gérer la volatilité des prix[11]. Ces mesures seront introduites parallèlement aux exigences de transparence pour tous les marchés de produits dérivés (et éventuellement de tous les autres marchés financiers hors marchés d'actions) lors du réexamen de la directive MIF.

---

9 Sur certains marchés de produits dérivés de matières premières (gaz et électricité, par exemple), les rapports entre marché au comptant et marché dérivé nécessitent une attention particulière. La fonction de l'AEMF en tant que source d'information en dernier ressort permettra de faire en sorte que les référentiels soient régis par une autorité de régulation principale, ce qui est important aux fins de l'efficacité. Elle garantira aussi que les autorités de régulation sectorielles disposeront d'un point d'accès pratique aux informations dont elles ont besoin. Le principal but poursuivi en rendant obligatoire l'utilisation de référentiels centraux étant la stabilité financière, la surveillance des marchés au comptant de matières premières est susceptible d'être structurée d'une autre manière.

10 Marché réglementé, système multilatéral de négociation ou internalisateur systématique.

11 La Commission prévoit d'approfondir ces questions dans une future communication sur l'amélioration du fonctionnement de la filière agroalimentaire en Europe.

En ce qui concerne les marchés du gaz et de l'électricité de l'UE et dans le cadre d'un ensemble complet de mesures en faveur de l'intégrité des marchés, la Commission va soumettre en 2010 des mesures visant à assurer la divulgation des transactions en gros, y compris sur les marchés au comptant, afin d'améliorer la découverte des prix et l'accès au marché et de renforcer la confiance générale du public[12].

## 6. INTEGRITE ET SURVEILLANCE DES MARCHES

Conformément aux conclusions du G-20, diverses initiatives ont d'ores et déjà été lancées dans l'UE afin d'améliorer l'intégrité des marchés de produits dérivés.

Le réexamen de la directive sur les abus de marché, en 2010, étendra les dispositions pertinentes pour qu'elles couvrent de manière complète les marchés de produits dérivés. Les autorités européennes de régulation des marchés financiers progressent en ce qui concerne les exigences de déclaration des transactions portant sur les produits dérivés OTC. Dans le cadre de l'alignement des règles applicables aux marchés de produits énergétiques physiques et financiers, il est prévu d'élaborer une proposition spécifique pour la surveillance communautaire des marchés au comptant du gaz et de l'électricité garantissant la transparence et l'intégrité du marché. Parallèlement, la Commission doit examiner, d'ici au 31 décembre 2010, si le marché des quotas d'émissions est suffisamment à l'abri des opérations d'initiés ou des manipulations de marché et présenter, si besoin est, des propositions afin de garantir que tel est le cas[13]. En outre, dans le domaine agricole, il est prévu d'instaurer des déclarations plus complètes des transactions et des positions auprès des autorités chargées des transactions sur les produits dérivés.

Le réexamen de la directive MIF permettra en outre de mener à leur terme les travaux sur les exemptions dont bénéficient certaines entreprises commerciales qui effectuent des transactions sur des produits dérivés de matières premières. Les dispositions de la directive MIF en ce qui concerne l'agrément et les exigences en matière opérationnelle, d'information et de règles de conduite ne s'appliquent pas à ces entreprises. Les résultats de plusieurs consultations[14] et les évènements récents, qui plaident en faveur d'une réglementation des marchés financiers couvrant tous les acteurs concernés, seront pris en considération lors de l'élaboration des conclusions.

Enfin, la Commission prévoit de proposer des règles donnant aux autorités de régulation la possibilité de fixer des limites aux positions afin de contrer des variations de prix trop importantes et d'empêcher les concentrations de positions spéculatives[15].

---

12 En janvier 2009, le comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières et le groupe des régulateurs européens dans le domaine de l'électricité et du gaz ont recommandé à la Commission d'élaborer des dispositions spécifiques visant à garantir la transparence des transactions dans le domaine du gaz et de l'électricité, dans le cadre des mesures prises pour améliorer l'accès au marché et la découverte des prix.

13 Article 12, paragraphe 1 *bis*, de la directive 2003/87/CE telle que modifiée.

14 Voir par exemple l'avis du comité européen des contrôleurs bancaires et du comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306) ainsi que du groupe européen d'experts des marchés des valeurs mobilières (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf)

15 Cela concerne en particulier les marchés des matières premières. Voir notamment la note de bas de page n° 11.

## 7. RECAPITULATIF

La Commission estime que les mesures envisagées permettront d'opérer un changement de paradigme par lequel le point de vue habituel, selon lequel les instruments dérivés sont destinés à une utilisation professionnelle ne nécessitant qu'une réglementation légère, sera remplacé par une approche où le prix des risques est correctement établi. Cette approche générale limitera les risques de failles et les possibilités d'arbitrage réglementaire.

Le tableau ci-après résume les actions envisagées décrites plus haut. La Commission va maintenant engager le processus d'élaboration des actes législatifs, notamment par le lancement d'analyses d'impact, afin de soumettre dès 2010 des textes ambitieux réglementant les produits dérivés. Lors de la finalisation de ces propositions, la Commission va coopérer étroitement avec toutes les parties concernées dans l'UE ainsi qu'avec ses partenaires internationaux. Seule une telle coopération permettra d'établir pour les marchés de produits dérivés un fondement qui assurera leur efficacité, leur sûreté et leur solidité.

**Actions futures en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides**

| Objectif | Actions proposées | Échéance |
|---|---|---|
| Réduire le risque de crédit de la contrepartie et renforcer la compensation | (1) Proposition de législation sur la compensation par CCP, régissant:<br>(a) les exigences en matière de sécurité (notamment conduite des affaires, gouvernance, gestion du risque, protection juridique des garanties et des positions);<br>(b) l'agrément et le retrait d'agrément pour les CCP et leur surveillance;<br>(c) l'obligation du recours aux CCP pour les produits dérivés normalisés. | Mi-2010 |
| | (2) Modification de la directive fonds propres afin<br>(a) d'obliger les entreprises financières à fournir une marge initiale et une marge de variation;<br>(b) d'établir une nette différence d'exigences de fonds propres selon que les contrats sont compensés par CCP ou non. | Fin 2010 |
| Réduire les risques opérationnels – normalisation | (3) Étude de l'opportunité de revoir l'approche du risque opérationnel prévue par la directive fonds propres afin d'encourager la normalisation des contrats et du traitement électronique. | Fin 2010 |
| | (4) Collaboration avec le secteur concerné pour renforcer la normalisation des clauses juridiques et des processus. | En cours |
| Accroître la transparence – référentiels centraux | (5) Proposition de législation sur les référentiels centraux visant à<br>(a) réglementer les référentiels centraux;<br>(b) rendre obligatoire la | Mi-2010 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | déclaration de transactions de produits dérivés OTC auprès de référentiels centraux. | |
| Accroître la transparence – négociation | (6) | Modification de la directive MIF pour rendre obligatoire la déclaration des transactions et des positions parallèlement au développement des CCP et des référentiels centraux. | Fin 2010 |
| | (7) | Obligation en vertu de la directive MIF de négocier les contrats normalisés sur des marchés organisés. | |
| | (8) | Amélioration, par des dispositions de la directive MIF, de la transparence des transactions et des prix sur les différents systèmes de négociation et marchés OTC. | |
| | (9) | Achèvement de l'examen des exemptions de la directive MIF dont bénéficient les entreprises de matières premières. | |
| Améliorer l'intégrité des marchés | (10) | Extension de la directive sur les abus de marché aux produits dérivés OTC. | Fin 2010 |
| | (11) | Nouvelles dispositions de la directive MIF donnant aux autorités de régulation le pouvoir de fixer des limites de positions. | |