

FR

FR

FR



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 15.9.2010
SEC(2010) 1059

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

Document accompagnant le

Proposition de

RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

**sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales
et les référentiels centraux**

{COM(2010) 484 final}
{SEC(2010) 1058}

Les dérivés sont une composante importante de la finance moderne. Fondamentalement, il s'agit de contrats financiers facilitant la négociation et la redistribution des risques. Ils doivent leur nom au fait que leur valeur est dérivée d'un sous-jacent, tel que le prix d'un instrument financier (par exemple, une action d'une société cotée) ou d'une matière première (par exemple, le pétrole). Parce qu'ils redistribuent le risque, ils peuvent être utilisés pour s'assurer (se couvrir) contre un risque particulier ou, inversement, pour prendre un risque (investir ou spéculer). Ils peuvent aussi être utilisés pour arbitrer entre différents marchés.

Les dérivés vont de produits dont les paramètres, comme la valeur nominale ou l'échéance, sont entièrement standardisés (tels que les contrats à terme, ou *futures*) à des produits taillés sur mesure pour répondre aux besoins spécifiques d'un utilisateur particulier (tels que les *swaps*, ou contrats d'échange). En règle générale, le type de produit dérivé détermine également la manière dont celui-ci est négocié: les dérivés entièrement normalisés sont classiquement négociés sur des plateformes de négociation organisées, soit des bourses de dérivés, tandis que les dérivés personnalisés (ou sur mesure) sont négociés sur une base bilatérale, c'est-à-dire hors bourse ou, selon l'appellation courante, de gré à gré.

La crise financière actuelle a placé le marché des dérivés de gré à gré au cœur du débat réglementaire. La quasi-faillite de Bear Stearns en mars 2008, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le lendemain ont révélé au grand jour les dysfonctionnements de ce marché. Dans ce contexte, les régulateurs se sont tout particulièrement intéressés au rôle que les contrats d'échange sur risque de crédit (*credit default swaps* ou CDS) avaient joué durant la crise.

Depuis octobre 2008, la Commission travaille activement à remédier aux dysfonctionnements mis en évidence par la crise. Pour le court terme, elle s'est concentrée sur le marché des CDS et elle a obtenu l'engagement des principaux acteurs de ce marché qu'ils recourraient désormais à une contrepartie centrale pour la compensation des opérations sur CDS domiciliés en Europe. Sur le moyen terme, elle s'est attachée à analyser les marchés de dérivés de manière approfondie, analyse qui a débouché sur la publication de deux communications, respectivement en juillet et en octobre 2009.

La première communication étudiait le rôle joué par les dérivés dans la crise financière, les avantages et les risques liés aux marchés de ces produits et les moyens de réduire les risques identifiés. La seconde présentait les mesures que la Commission entendait proposer pour accroître la transparence du marché des dérivés, réduire le risque de crédit de la contrepartie et le risque opérationnel lors de toute négociation et renforcer l'intégrité du marché ainsi que sa surveillance.

Le présent rapport d'analyse d'impact accompagne une partie des propositions annoncées par la Commission, à savoir les propositions visant à accroître la transparence ainsi qu'à réduire le risque de crédit de la contrepartie et le risque opérationnel par le recours à une infrastructure de post-marché.

Transparence

De par sa nature même, le marché des dérivés de gré à gré n'est pas transparent. En effet, les dérivés de gré à gré sont des contrats qui se négocient sur une base privée, en conséquence de quoi, pour tout produit de ce type, seules les parties contractantes disposent généralement d'informations.

La crise financière a toutefois mis en évidence un manque d'information sur les positions et expositions des établissements financiers en matière d'instruments dérivés négociés de gré à gré. D'un côté, ce manque d'information empêche les régulateurs de détecter à temps les risques qui s'accumulent au niveau de ces établissements considérés individuellement, mais aussi au niveau du système dans son ensemble. Il les empêche en outre d'apprécier correctement les conséquences d'une défaillance d'un participant au marché et donc de réagir comme il conviendrait lorsqu'une telle défaillance se produit (le cas de Lehman Brothers en est la démonstration patente). D'un autre côté, il contribue à alimenter la méfiance et l'incertitude des participants au marché en situation de crise.

Risque de crédit de la contrepartie

Les contrats dérivés de gré à gré lient les contreparties pour la durée du contrat. Durant toute cette durée, les créances que les contreparties détiennent l'une sur l'autre se développent, parce que les droits et obligations liés au contrat évoluent avec le sous-jacent dont le contrat dérive. C'est de là que vient le risque de crédit de la contrepartie, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie ne puisse pas honorer ses engagements en vertu du contrat lorsque ceux-ci viennent à échéance. La compensation est la fonction par laquelle ce risque est géré dans la durée. Cette fonction peut être exercée de façon centralisée, par une contrepartie centrale, ou sur une base bilatérale. Même si ces deux types de compensation sont utilisés sur le marché des dérivés de gré à gré, la compensation bilatérale y est la plus courante.

La crise a montré que le niveau de risque de crédit de la contrepartie lié aux dérivés de gré à gré était beaucoup plus élevé que les participants au marché, aussi bien que les régulateurs, ne l'avaient cru jusqu'alors. Pour le dire différemment, le montant des garanties utilisées pour atténuer ce risque était insuffisant. La principale raison de cette inadéquation des garanties est à chercher du côté de ce segment du marché où la compensation se fait sur une base bilatérale: il s'agit soit du fait que certains participants au marché ne sont pas tenus de constituer une garantie pour sécuriser leurs opérations sur dérivés de gré à gré, soit de problèmes au niveau de la gestion des risques de ceux des participants au marché qui fournissent bel et bien des garanties.

Risque opérationnel

Une transaction sur produit dérivé négocié de gré à gré connaît un traitement en plusieurs étapes, depuis le moment où deux parties conviennent de la transaction jusqu'au moment où celle-ci est confirmée. En outre, durant la durée de vie d'un contrat dérivé de gré à gré, plusieurs événements découlant des droits et obligations liés au contrat (comme la gestion de la garantie et le règlement des paiements en espèces) doivent être gérés.

Le marché des dérivés de gré à gré permettant une très grande souplesse dans la définition des conditions économiques et juridiques attachées aux contrats qui y sont conclus, nombreux sont les contrats hautement personnalisés et complexes. Ces contrats nécessitent toujours d'importantes interventions manuelles à de nombreuses étapes de leur traitement, ce qui accroît le risque opérationnel et peut créer un risque juridique, limiter la transparence, voire entraîner une augmentation du risque de crédit de la contrepartie.

Les objectifs

L'analyse d'impact visait à apprécier la possibilité de solutions de niveau européen aux problèmes exposés ci-dessus. L'objectif général est de réduire le risque systémique en renforçant la sécurité et l'efficacité du marché des dérivés de gré à gré. Ainsi qu'on l'a déjà

mentionné, il est nécessaire, pour atteindre cet objectif général, de réaliser trois objectifs stratégiques spécifiques, à savoir i) accroître la transparence, ii) réduire le risque de crédit de la contrepartie et iii) réduire le risque opérationnel. Ces objectifs étant encore de caractère assez général, il y a lieu de définir des objectifs plus opérationnels:

1. obtenir des informations complètes sur les positions détenues sur le marché des dérivés de gré à gré;
2. accroître le recours à la compensation par une contrepartie centrale;
3. améliorer les pratiques de compensation bilatérale;
4. augmenter la normalisation des contrats dérivés de gré à gré.

Option(s) et instrument(s) privilégiés

L'analyse d'impact évalue enfin quelles seront les incidences de chaque option possible pour cet objectif opérationnel et les compare à un scénario de référence, afin de déterminer le mode d'action le plus approprié. Elle en conclut que les avantages nets seront optimaux si l'on adopte des mesures:

1. imposant aux participants au marché de communiquer toute information nécessaire sur leur portefeuille de dérivés de gré à gré à un référentiel central ou, en cas d'impossibilité, directement aux instances de régulation et imposant également la publication de données agrégées sur les positions détenues;
2. rendant obligatoire la compensation par une contrepartie centrale pour certains dérivés de gré à gré qui rempliraient certains critères d'éligibilité prédéfinis;
3. fixant des objectifs spécifiques pour la compensation bilatérale des transactions sur dérivés de gré à gré; et
4. fixant des objectifs spécifiques en matière de normalisation juridique et des procédures.

Compte tenu des options privilégiées et de la nécessité d'assurer que le cadre législatif arrêté se verra conférer la même portée dans toute l'Union européenne, sans possibilité de sur-réglementation ni compétences résiduelles des législateurs nationaux, le règlement est considéré comme l'instrument le plus approprié pour atteindre les objectifs visés.

Infrastructure de marché post-négociation

La décision d'imposer le recours à des contreparties centrales et à des référentiels centraux augmentera l'importance systémique des premières et confèrera une importance systémique aux seconds (dans la mesure où ce n'est pas déjà le cas) – d'où l'obligation de veiller à la sécurité et la solidité de ces infrastructures, afin d'éviter toute situation dans laquelle leur utilisation aurait en réalité pour effet d'accroître le risque systémique au lieu de le faire régresser. L'analyse d'impact reconnaît que, pour atteindre cet objectif, il est nécessaire de régler les problèmes encore non résolus qui ont été mis en évidence au niveau du fonctionnement des contreparties centrales et des référentiels centraux.

Contreparties centrales.

Une contrepartie centrale est définie comme une entité qui s'interpose entre des contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur. En raison de son rôle central sur le marché, la contrepartie centrale ne supporte, en principe, aucun risque de marché (lequel reste supporté par les parties premières à la transaction). Toutefois, en tant que contrepartie pour toute position, elle supporte un risque de crédit, lié au risque de défaillance de l'une de ses contreparties. Inversement, ces dernières supportent le risque de crédit lié à l'éventuelle défaillance de la contrepartie centrale. La contrepartie centrale atténue son exposition au risque de crédit de la contrepartie par un certain nombre de mécanismes de sécurisation – typiquement, des restrictions d'accès, des outils de gestion des risques (comme l'exigence de garanties) et la mutualisation des pertes. C'est ce que l'on appelle la «cascade des risques» de la contrepartie centrale.

En raison du rôle d'atténuation des risques qu'elles jouent, les contreparties centrales sont une composante critique du marché au service duquel elles opèrent. Leur défaillance en devient potentiellement un événement d'importance systémique. Eu égard à leur importance systémique, les contreparties centrales sont soumises à une réglementation stricte. Dans l'Union européenne, elles sont réglementées au niveau national. Or la réglementation des contreparties centrales varie d'un État membre à l'autre, d'où des conditions de concurrence inéquitables, qui rendent la prestation transfrontière de services de contrepartie centrale plus coûteuse et potentiellement moins sûre que cela ne serait souhaitable et qui entravent en outre l'intégration des marchés financiers européens.

Dans ce contexte, la Commission avait envisagé, en 2006, la possibilité de réglementer les contreparties centrales au niveau de l'UE, mais y a finalement renoncé et opté plutôt, afin de renforcer la sécurité et l'efficacité des services offerts par les contreparties centrales dans l'UE, pour une combinaison d'autorégulation par le secteur (qui a été invité à adopter un code de conduite) et de coopération de la part des États membres (la Commission appelait à l'aboutissement des recommandations du SEBC et du CERVM à l'intention des contreparties centrales).

Depuis lors, il est apparu que l'approche retenue par la Commission ne suffirait pas à régler les problèmes de fonctionnement des contreparties centrales, d'une part en raison des carences de cette approche elle-même, d'autre part en raison de l'apparition de nouveaux problèmes. S'agissant de l'approche elle-même, on a essentiellement dressé le constat que des recommandations ne permettaient pas d'atteindre le même résultat, en termes d'harmonisation des règles, qu'une législation adoptée au niveau de l'UE. Quant aux nouveaux problèmes détectés, on mentionnera notamment des obstacles à l'établissement de liens et l'apparition d'une dangereuse possibilité de concurrence sur les risques entre les contreparties centrales, ainsi que le problème de la portabilité des garanties dans l'environnement des contreparties centrales.

Eu égard à ces problèmes, l'analyse d'impact examine les moyens possibles de rendre l'infrastructure de marché post-négociation et la protection des investisseurs dans l'UE plus sûres et plus efficaces. À cet effet, elle définit quatre objectifs spécifiques, à savoir i) accroître la sécurité des contreparties centrales, ii) créer des conditions de concurrence équitables pour la prestation de services de contrepartie centrale, iii) faciliter l'établissement de liens entre les contreparties centrales et iv) fournir des garanties supplémentaires aux participants au marché qui ont un accès indirect à celles-ci. La réalisation de ces objectifs spécifiques suppose d'atteindre les objectifs opérationnels suivants:

1. supprimer les obstacles à la prestation transfrontière de services de contrepartie centrale;
2. supprimer les obstacles à l'établissement de liens entre les contreparties centrales;
3. empêcher les contreparties centrales de se livrer concurrence sur les risques; et
4. favoriser la portabilité des positions des clients et des marges associées.

Elle évalue enfin quelles seront les incidences de chaque option possible pour cet objectif opérationnel et les compare à un scénario de référence, afin de déterminer le mode d'action le plus approprié. Elle en conclut que les avantages nets seront optimaux si l'on adopte des mesures:

1. instaurant un passeport pour la prestation de services de contrepartie centrale, qui serait fondé sur un agrément délivré et une surveillance exercée au niveau national, et conférant parallèlement un rôle renforcé au collègue des autorités de surveillance;
2. instaurant des conditions et procédures communes pour établir le droit de contreparties centrales de devenir interopérables, sous réserve que les risques liés soient dûment pris en considération et que les autorités compétentes approuvent ce lien;
3. soumettant les contreparties centrales à de strictes normes communes en matière de risque; et
4. imposant aux contreparties centrales d'offrir aux participants indirects la possibilité de faire placer leurs marges sur un compte séparé (omnibus ou nominatif), tout en leur laissant le choix de profiter ou non de cette offre.

Dans ce cas également, le règlement est considéré comme l'instrument le plus approprié pour atteindre les objectifs visés.

Référentiels centraux

Un référentiel central est un registre centralisé administrant une base de données électronique où sont enregistrées les transactions (contrats) en cours sur dérivés de gré à gré. Outre cette activité principale, il peut fournir d'autres services, tels que des services de gestion des événements contractuels et de traitement des transactions. Ajout très récent à la famille des infrastructures de marché (le premier n'ayant été lancé que fin 2006), les référentiels centraux n'étaient, jusqu'à très récemment, pas réglementés. En termes de politique publique, le premier avantage qu'ils offrent est celui d'une transparence accrue, grâce à leur fonction de registre, combiné à l'intégrité des informations qu'ils tiennent à jour.

Le principal problème qui s'est posé durant la crise était le problème de la vitesse à laquelle les régulateurs pouvaient accéder aux informations enregistrées dans le référentiel central pour les dérivés de crédit (soit le seul référentiel central qui existait à l'époque). Avec le rôle systémique que les référentiels centraux vont être amenés à jouer en raison de l'obligation de déclaration des transactions qui est imposée, la question de l'accès des régulateurs aux informations va devenir de plus en plus importante. Cette obligation de déclaration impose de s'intéresser également à plusieurs autres aspects de l'activité des référentiels centraux.

L'analyse d'impact étudie les moyens d'assurer la mise en place de référentiels centraux sûrs, solides et efficaces, apportant un soutien à la hauteur de l'obligation de déclaration imposée et permettant aux autorités compétentes d'accéder aux informations nécessaires à l'exercice de leurs fonctions. Pour atteindre cet objectif général, elle définit trois objectifs stratégiques plus spécifiques, à savoir i) garantir la sécurité et l'intégrité des données enregistrées dans tout référentiel central; ii) créer des conditions de concurrence équitables pour la prestation de services de référentiel central et iii) veiller à ce que les autorités compétentes jouissent d'un accès totalement libre aux informations conservées dans les référentiels centraux. L'analyse d'impact énonce ensuite un seul objectif opérationnel, qui est l'instauration de règles communes pour régir les activités des référentiels centraux.

Elle évalue enfin quelles seront les incidences de chaque option possible pour cet objectif opérationnel et les compare à un scénario de référence, afin de déterminer le mode d'action le plus approprié. Elle en conclut que c'est en soumettant les activités des référentiels centraux à une obligation d'enregistrement et à une surveillance au niveau de l'UE, dont la responsabilité incomberait à l'AEMF, que l'on obtiendrait des avantages nets optimaux.

Dans ce cas également, le règlement est considéré comme l'instrument le plus approprié pour atteindre les objectifs visés.