

LA FINANCE DU XXI^{ÈME} SIÈCLE NE PEUT FAIRE L'ÉCONOMIE D'UNE SAINTE RÉGULATION DES MARCHÉS DE DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

JEAN-PIERRE JOUYET*

D'après la Banque des règlements internationaux (BRI), en l'espace de dix ans, entre 1999 et 2009, les encours notionnels des contrats dérivés ont été multipliés par plus de sept et dépassent aujourd'hui 600 000 Md\$. Le marché des dérivés de crédit (*credit default swaps* - CDS), confidentiel il y a encore dix ans, représente aujourd'hui un notionnel d'environ 40 000 Md\$ et a atteint 60 000 Md\$ avant la crise financière¹. À titre de comparaison, le Fonds monétaire international (FMI) évaluait le PIB mondial à environ 60 000 Md\$ en 2008. Compte tenu de l'ampleur prise par les marchés dérivés et du risque de déstabilisation du système financier qu'ils peuvent par conséquent porter, il est capital de réguler ces marchés de façon appropriée.

LE RÔLE DES CONTRATS ET DES MARCHÉS DÉRIVÉS

Des marchés utiles

Les contrats dérivés n'ont pas attendu le XXI^{ème} siècle pour faire la preuve de leur utilité. Les contrats à terme, par lesquels un vendeur et un acheteur s'entendent aujourd'hui sur le prix futur à payer pour échanger un actif, ont existé de longue date. Les entreprises industrielles ont depuis longtemps recours à de tels produits pour gérer les risques de change ou les risques de variation des prix des matières premières qu'elles consomment. Les produits dérivés leur sont indispensables pour planifier des investissements en amortissant le risque

* Président, Autorité des marchés financiers (AMF).

de variation des cours. Il s'agit là du premier rôle, le plus courant, des instruments dérivés : une fonction de transfert et de gestion du risque, quel qu'il soit (change, taux, crédit...). Les plus grands utilisateurs des contrats dérivés sont naturellement les institutions financières. Compte tenu de l'effet de levier et de la taille de leur bilan, la gestion des risques financiers est particulièrement complexe pour ces institutions et le recours aux instruments dérivés leur est particulièrement utile.

Mais au-delà d'un simple transfert de risques, les instruments dérivés ont rapidement évolué vers des profils de risque plus complexes. Les premiers contrats dérivés optionnels ont ainsi révolutionné le fonctionnement des marchés financiers et des entreprises : il était désormais possible non plus de s'entendre sur le prix d'échange futur d'un actif, mais de prendre une assurance, moyennant une prime, contre une baisse (ou une hausse) du prix de cet actif par rapport à un niveau prédéterminé. Ce mécanisme d'assurance permettait de créer des profils de risque asymétriques novateurs. De tels instruments sont à la base, par exemple, de la création des obligations convertibles, instruments de financement des entreprises, hybrides en termes de rendements comme de risques, à mi-chemin entre les actions et les obligations.

Le troisième intérêt des instruments dérivés est leur contribution à la liquidité des marchés financiers. Les CDS, fort décriés au cœur de la crise financière, permettent d'apporter de la liquidité aux marchés du crédit. Ils sont parfois plus liquides que les

obligations du même émetteur. En effet, si chaque souche obligataire d'un émetteur est unique, le CDS qui expose au risque de crédit de l'émetteur est lui un instrument qui peut être standardisé et fongible et donc parfois plus liquide que chaque titre obligataire de l'émetteur pris isolément.

Enfin, les dérivés contribuent à la formation des prix, en donnant au marché un « signal prix ». C'est ainsi le cas, par exemple, lorsque les mécanismes de formation des prix sur les marchés au comptant ne permettent pas une transparence suffisante sur les prix des transactions. Sur certains marchés de produits de base, les principales références objectives de prix sont les cours des produits dérivés, sur lesquels certains acteurs professionnels vont même jusqu'à indexer les prix fixés par les contrats commerciaux qui les lient.

La régulation de ces marchés

Historiquement tournée vers les marchés de capitaux traditionnels, à savoir les marchés actions, la régulation des marchés financiers a tardé à tirer les conséquences de l'explosion des encours de produits dérivés. Or en l'absence d'une régulation adaptée, l'emploi de dérivés peut, dans le meilleur des cas, générer des inefficacités, des surcoûts ou des opportunités d'arbitrage pour les acteurs, ou, dans le pire des cas, être la source de risques systémiques. Quels sont les principaux exemples de risques que peuvent présenter ces produits et qui justifient la volonté de les réguler ?

Le premier exemple a trait aux risques d'arbitrage réglementaire. Les produits dérivés permettent de transférer de la valeur financière entre deux acteurs en la déconnectant de l'origine du profit réalisé ou de la qualification juridique de la transaction physique correspondante. Ils permettent également, par exemple, de créer une obligation structurée dont le profil de risque réplique celui d'un investisseur sur un indice boursier représentatif des marchés actions. La nature juridique du titre obligataire n'a alors plus rien à voir avec son profil de risque et les revenus qui s'y attachent. Dès lors, le risque d'utiliser de tels produits à des fins d'arbitrage fiscal ou réglementaire est particulièrement élevé.

Le deuxième exemple de risques nés de l'utilisation croissante des produits dérivés concerne ceux qui ont profondément interconnecté les institutions financières entre elles. Là où une transaction sur les marchés actions est dénouée en trois jours, un contrat dérivé peut lier les parties pour plusieurs années. L'explosion des encours de produits dérivés a eu pour corollaire une imbrication croissante des institutions financières les unes par rapport aux autres ; ces liens sont par ailleurs fondés sur des contrats pour lesquels les clauses détaillées ou le droit applicable peuvent significativement varier, ce qui rend extrêmement délicat le dénouement des contrats lors de la faillite d'une institution financière de taille importante². Parmi d'autres missions, les banques centrales avaient été créées pour éviter que les interconnexions entre institutions financières liées aux prêts interbancaires ne fragilisent l'effondrement par effet domino

de pans entiers du système bancaire en cas de défaillance d'une contrepartie importante. Avec le développement des marchés dérivés, ces interconnexions ont été à nouveau recrées par un réseau dense et complexe de transactions dérivées qui a amoindri la résilience du système financier.

Le troisième exemple porte sur le risque d'une mauvaise appréciation du risque, du profil et de la valorisation des produits dérivés. Les produits financiers dérivés peuvent être particulièrement complexes et sont délicats à valoriser. Certains d'entre eux exposent leur détenteur à des risques extrêmes qui ne sont pas détectables par les outils classiques de mesure des risques. Pour preuve, la notation AAA de certains produits structurés, qui donnait une information sur la probabilité de défaillance alors que les risques liés au produit étaient atypiques. La note octroyée masquait ainsi le risque de perte extrême lié à la grande sensibilité de ces produits au taux de défaut des emprunts qu'ils contenaient.

Dernier exemple des impacts potentiels des produits dérivés, dans un tout autre domaine : en matière de déroulement des opérations financières et de gouvernement d'entreprise, les produits dérivés peuvent également générer des fonctionnements aberrants. Les détenteurs d'actions qui ont couvert leur exposition sur les marchés dérivés ne sont plus intéressés à la performance de la société, alors qu'ils sont appelés à voter en assemblée générale, et les créanciers peuvent ne plus être intéressés aux conditions de restructuration de la dette s'ils ont couvert leur risque par des CDS.

L'utilisation des produits dérivés n'est pas la seule source d'arbitrage fiscal ou réglementaire, ou la seule source de risques systémiques. Mais la complexité de ces produits a contribué à ce que leur impact soit mal apprécié par les acteurs professionnels et mal pris en compte par la réglementation. Dans le même temps, leur explosion a démultiplié leurs effets potentiellement nocifs. À titre d'exemple, alors que la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) inclut dans son champ les produits dérivés, un certain nombre de ses dispositions utilise des concepts liés au fonctionnement des marchés actions qui s'appliquent mal aux marchés de produits dérivés dont la structure est fondamentalement différente. Autrement dit, la réglementation a pris du retard par rapport aux fondamentaux des marchés, retard qu'il nous faut aujourd'hui combler en s'attaquant avant tout aux marchés de dérivés de gré à gré qui sont les plus opaques. Pour cela, il faut tout d'abord élaborer une régulation adaptée de ces marchés et consacrer des moyens suffisants à leur surveillance, puis procéder à une revue de l'ensemble des réglementations existantes pour y intégrer le prisme des impacts possibles des produits dérivés.

LE RÔLE DES RÉGULATEURS DE MARCHÉ

La régulation en vigueur et les moyens mis en œuvre par les régulateurs pour la supervision des marchés de dérivés de gré à gré se sont révélés insuffisants. En partant d'un préalable

erroné, d'après lequel les marchés peuvent s'organiser au mieux sans intervention du régulateur, et qui suppose que la participation de professionnels garantit la sécurité et l'efficacité du système, les régulateurs se sont mis en retrait de marchés qui se développaient pourtant rapidement, engendrant à certains endroits des dysfonctionnements opérationnels, une mauvaise appréciation des risques par les participants et des zones d'opacité.

La crise a montré les limites de cette approche et impose aux régulateurs - prudents comme de marché - de se doter d'instruments appropriés de régulation et de supervision de ces marchés.

Les marchés de dérivés de gré à gré : des marchés systémiques

Si la notion d'entités *too big to fail* est depuis longtemps débattue et encore plus depuis la faillite de Lehman Brothers, celle de « marchés systémiques » s'est développée depuis la crise. Au risque de défaillance d'une institution financière s'ajoute ainsi celui d'une défaillance majeure de fonctionnement ou d'interruption totale d'un marché.

À la demande du G20, le FMI, le Conseil de stabilité financière (CSF) et la BRI ont proposé de retenir les critères suivants pour apprécier le caractère systémique d'une institution financière ou d'un marché³ : la taille (le volume de services financiers fournis), le degré de substituabilité (la possibilité que d'autres composantes

du système financier fournissent des services équivalents en cas de défaillance) et le degré d'interconnexion (les liens avec d'autres composantes du système financier). Il faut également mentionner d'autres facteurs tels que la complexité, les effets de levier, le risque de liquidité, ou encore, pour les marchés, la taille et le nombre des participants et le niveau de concentration. En sens inverse, le cadre institutionnel peut contribuer à réduire ces « vulnérabilités », par exemple *via* l'existence d'infrastructures de marché ou *via* des mécanismes de gestion des crises et des faillites.

À l'évidence, les marchés de dérivés de gré à gré remplissent nombre de ces critères, en raison de leur taille et des interconnexions qu'ils tissent entre les différents acteurs, mais aussi parce que la crise a démontré les interdépendances entre ces marchés et les autres composantes du système financier :

- interdépendances entre les marchés de dérivés de gré à gré et les marchés réglementés les plus liquides (marchés actions) ;
- interdépendances entre les marchés dérivés et les marchés des sous-jacents, en particulier pour la fourniture des prix ;
- interdépendances entre les différents segments de marchés dérivés, notamment parce que l'on y retrouve les mêmes participants ;
- enfin, interdépendances entre les marchés et les institutions financières elles-mêmes pour le financement, la gestion et la tarification des risques et la valorisation des actifs, d'une part, et la fourniture de liquidité par les teneurs de marché, d'autre part.

La régulation et la supervision de ces marchés

Puisqu'ils sont systémiques, ces marchés doivent être régulés et supervisés par les régulateurs de marché aux côtés des régulateurs prudentiels.

La reconnaissance du fait que certains marchés puissent être « systémiques » exige du régulateur de marché qu'il s'approprie pleinement cet objectif de régulation aux côtés du régulateur prudentiel. Faisant suite aux recommandations du G20, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a renforcé ses standards de régulation en ce qui concerne la prévention des risques systémiques. L'OICV a confirmé l'importance, pour les autorités de marché, de participer à l'identification et à la gestion des risques systémiques et à l'évaluation continue du périmètre de la régulation. Ainsi, l'Autorité des marchés financiers (AMF) doit étendre le champ de sa surveillance aux marchés de gré à gré (dérivés, mais aussi obligataires) et renforcer le suivi des innovations financières. Elle a constitué au début de l'année 2010 un comité des risques interne, qui lui permettra de nourrir les travaux nationaux, européens et internationaux en matière de suivi des risques macroéconomiques et pour la stabilité financière.

Outre cette contribution à l'objectif de stabilité financière, la régulation des marchés dérivés ne doit pas non plus oublier les objectifs plus classiques de régulation microéconomique qui lui sont assignés : préserver l'intégrité du fonctionnement de ces marchés et en améliorer la transparence.

Pour remplir correctement cette double mission, le régulateur des marchés doit surveiller l'ensemble des composantes de ceux-ci : les acteurs (intermédiaires, gérants, agences de notation...), les pratiques (ventes à découvert, par exemple), les produits et les infrastructures de négociation et de postmarché.

Ces sujets sont aujourd'hui débattus dans plusieurs enceintes. Le principal axe de travail en matière de régulation des marchés de dérivés de gré à gré pour les régulateurs de marché européens est sans conteste aujourd'hui celui proposé par les travaux en cours du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR - Committee of European Securities Regulators), en lien avec la Commission européenne, pour renforcer la sécurité et la transparence de ces marchés. À cet égard, un projet de règlement européen (*European markets infrastructures régulation* - EMIR) sera proposé par la Commission européenne à l'automne 2010, afin d'entériner la réglementation des dérivés OTC (*over-the-counter*) au niveau européen. Toutefois, les réformes proposées dans ce cadre ne seront pas suffisantes pour parachever le dispositif de régulation de ces marchés. Une refonte substantielle de l'ensemble du dispositif législatif européen sera nécessaire.

LA FEUILLE DE ROUTE DU CESR

À la suite de la publication de sa communication intitulée « Mener des

actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides », la Commission européenne a réuni à partir de janvier 2010 les États membres, le CESR et la Banque centrale européenne (BCE) dans un groupe de travail chargé de réfléchir aux grandes lignes de la politique législative à mener en 2010 en matière de marchés de dérivés de gré à gré. Ses travaux se sont concentrés sur deux thèmes majeurs : la réduction du risque de contreparties par la compensation centralisée des contrats standardisés et l'amélioration de la transparence du marché des dérivés de gré à gré par la collecte de données au sein des bases centrales de données.

Afin de contribuer à ces travaux, le comité permanent sur le postmarché (présidé par l'AMF) au sein du CESR a formulé des propositions concrètes sur trois sujets prioritaires :

- le socle d'exigences pour les chambres de compensation ;
- le socle d'exigences pour les bases centrales de données sur les transactions (*trade repositories*) ;
- les conditions de la mise en œuvre de l'obligation de compenser les contrats de dérivés standardisés.

En parallèle, le comité permanent sur les marchés secondaires du CESR a également formulé des propositions en matière de transparence et de réalisation des transactions sur les instruments financiers autres que les actions.

Il semble important, dans un tel contexte, de présenter la position de l'AMF sur les principales options à l'étude dans ces différents groupes de travail et sur les réformes qu'il

convient de mener concernant le fonctionnement des marchés de dérivés de gré à gré.

Promouvoir une utilisation plus étendue des chambres de compensation

Suite aux déclarations du G20, plusieurs initiatives législatives ont été lancées dans différents pays sur la question de l'utilisation obligatoire des chambres de compensation pour les contrats de dérivés de gré à gré standardisés. Dans le modèle actuel de gestion bilatérale des risques de contreparties sur ces marchés, le niveau et la qualité du collatéral sont déterminés entre les contreparties, avec des critères susceptibles de varier d'un établissement à un autre. Il existe donc un risque que la couverture ne soit pas en adéquation avec les risques générés par les transactions. La gestion bilatérale des risques de contreparties contribue également à une méconnaissance du montant global des risques ainsi que de la distribution de ces risques entre les contreparties.

Par ailleurs, dans un tel modèle, la faillite d'un acteur de marché peut également s'avérer problématique : chaque acteur doit gérer directement avec l'administrateur de l'entreprise en faillite les contrats non honorés, prolongeant ainsi l'incertitude sur les conditions du dénouement pour chaque contrepartie de l'acteur défaillant ; les acteurs potentiellement exposés à l'acteur défaillant peuvent voir l'ensemble du marché refuser ou se montrer réticent à conclure de nouveaux contrats avec eux ; dans des

conditions de marché extrêmes, cette réticence à négocier peut s'étendre au reste du marché, celui-ci devenant alors illiquide.

En revanche, le modèle de compensation centralisée permet l'établissement d'un régime harmonisé d'exigences minimales pour la gestion des risques et le calcul de marges. L'ensemble des membres d'une chambre de compensation bénéficie alors de pratiques rigoureuses de gestion des risques, en complément de la réduction de leur exposition globale à la chambre. En cas de défaut d'un membre compensateur, la chambre de compensation continue à honorer les contrats qu'elle a compensés vis-à-vis de ses autres membres car elle utilisera les ressources financières à sa disposition. Il s'agit en premier lieu des marges fournies par le membre défaillant, au besoin, de la contribution de celui-ci au fonds de garantie, puis des contributions des autres membres compensateurs au fonds de garantie et enfin du capital de la chambre elle-même. La chambre de compensation devra gérer les engagements non honorés par le membre défaillant directement avec l'administrateur de la faillite, de manière centralisée. Ces différents niveaux de protection sont autant de chances de limiter les risques de contamination à l'ensemble d'un marché ou du système financier, à partir du défaut d'une institution financière. Ils plaident donc pour une extension large du champ de la compensation aux instruments dérivés négociés de gré à gré.

Mais la chambre de compensation devient alors, par définition, la contrepartie de chaque acteur de marché. Elle concentre donc les risques, ce

qui peut être considéré comme un facteur de risque en tant que tel : chaque acteur se trouve avec une exposition plus élevée, vis-à-vis de la seule chambre de compensation, que celle qu'il aurait eue, sinon, envers chacune de ses contreparties bilatérales. Il est donc capital à la fois de disposer de standards exigeants assurant la robustesse des chambres de compensation, mais également de limiter les risques d'arbitrage réglementaire dans la régulation de ces institutions qui seront au cœur du dispositif de contrôle des risques systémiques. Pour cela, trois mesures semblent s'imposer.

Tout d'abord, la régulation des chambres de compensation doit être fondée sur des standards garantissant leur solidité en s'appuyant sur un statut d'établissement de crédit, voire, comme le souhaite l'AMF, un statut *ad hoc* du type *limited purpose bank*. Il faudra notamment prévoir l'existence de ressources financières adéquates pour couvrir les risques auxquels sont exposées les chambres de compensation. Les dispositions relatives à la gestion des risques devront inclure des mesures destinées à assurer une gestion prudente du collatéral déposé par les adhérents et assurer l'existence de procédures robustes de gestion du défaut d'un adhérent. En outre, la ségrégation entre les actifs du membre compensateur et ceux de ses clients devrait être obligatoire dans les livres de la chambre de compensation. À cet égard, l'AMF soutient une position plus ambitieuse selon laquelle chaque membre compensateur doit être responsable de la ségrégation entre l'ensemble des actifs de ses clients et les siens, tant dans ses propres livres que

dans ceux de la chambre de compensation, et doit même offrir sous forme d'option la possibilité auxdits clients de ségréguer individuellement leurs actifs.

Ensuite, il faut donner aux futures autorités de supervision européennes des compétences larges en matière de régulation des chambres de compensation, pour éviter tout risque d'arbitrage réglementaire. Si la supervision au quotidien des chambres de compensation doit revenir aux régulateurs nationaux (pour des raisons de proximité et donc de réactivité), les agences européennes de régulation des marchés (ESMA - European Securities and Markets Authority) et des banques (EBA - Euro Banking Association), ainsi que le Système européen de banques centrales (SEBC) devront conserver un rôle important en termes de définition des règles comme d'agrément des produits. Ces agences devraient également être les pivots d'un éventuel processus de reconnaissance des chambres de compensation situées en dehors d'Europe.

Enfin, la localisation des chambres de compensation dans la zone monétaire de la devise de libellé des contrats qu'elle compense permettrait, en lui donnant accès aux facilités de refinancement proposées par la banque centrale, de renforcer encore la solidité des chambres de compensation.

S'agissant du périmètre de l'obligation de compensation en termes de produits et d'acteurs, l'AMF soutient la proposition de la Commission européenne visant à donner à la future ESMA le pouvoir de définir les types de contrats devant être soumis à cette obligation de compensation, à partir

d'un certain nombre de critères, tels que la standardisation des contrats, leur liquidité et la disponibilité de données de marché suffisamment régulières et fiables pour être utilisées dans le calcul des garanties apportées à la chambre. Si le principe de l'existence de contrats dérivés *ad hoc* élaborés pour répondre à des besoins de couverture de risques très spécifiques des entreprises et négociés de gré à gré est admis, une part significative des transactions sur les marchés dérivés de tous types pourra être réorientée vers les chambres de compensation. Un autre mécanisme simple peut y inciter : des exigences différenciées en fonds propres, selon que l'instrument dérivé transite ou non par une chambre de compensation.

Disposer de bases centrales de données recensant l'ensemble des transactions

La feuille de route donnée par les déclarations du G20 en septembre 2009 et reprise ensuite par le Conseil européen le 2 décembre 2009 prévoyait également la mise en place de bases centrales de données sur les transactions (*trade repositories*). Celles-ci sont destinées à jouer un rôle clé en assurant, par un enregistrement de l'ensemble des transactions, la transparence des marchés de dérivés de gré à gré. Aujourd'hui, le régulateur ne peut avoir connaissance, de façon inconditionnelle et sans délai, des transactions sur les marchés dérivés. Cette situation doit évoluer.

Les premières discussions portent sur la définition de l'objectif assigné

à la base centrale de données. Les régulateurs s'entendent pour lui faire jouer un rôle de macrosurveillance (c'est-à-dire de surveillance des positions des acteurs), mais l'AMF soutient une position plus ambitieuse. Si le *reporting* réalisé par les institutions financières est suffisamment détaillé, les transactions enregistrées par les bases centrales de données pourraient également être utilisées à des fins de microsurveillance, afin de détecter d'éventuels abus de marché.

En ce qui concerne la localisation de ces bases de données centrales, une condition d'implantation sur le sol européen semble inévitable. Cela constituerait en effet le seul moyen d'assurer une garantie d'accès automatique à des données formatées selon les besoins des régulateurs locaux. À défaut, l'Europe devrait se plier aux conditions d'accès à des *trade repositories* régulées par des tiers, ce qui équivaudrait à un abandon de souveraineté. Enfin, l'agrément et la supervision de ces entités, à vocation européenne ou mondiale, ne pourraient de toute évidence être confiés qu'aux autorités européennes de régulation.

Encourager la négociation des dérivés sur des plates-formes de négociation organisées

En cette période d'après-crise, il est important de s'interroger sur les modes et les lieux d'exécution appropriés pour les produits dérivés. Les recommandations du G20 et de la Commission européenne en la matière sont claires : dans la perspective du rétablissement de marchés dérivés

efficacités et intègres, il convient d'assurer la négociation des produits dérivés standardisés sur des plates-formes organisées (marchés réglementés et plates-formes multilatérales de négociation selon la terminologie de la directive MIF), lorsque cela est approprié. En effet, les marchés structurés autour de telles plates-formes ont été parmi les mieux préservés au cœur de la crise : la liquidité ne s'y est jamais tarie, même si le prix à payer pour cette liquidité a été celui d'une baisse importante de la valeur de négociation des actifs.

Sur le fond, la problématique de la négociation des instruments dérivés sur des plates-formes organisées pose à nouveau la question préalable de leur standardisation. Les travaux sur le sujet sont nombreux, notamment ceux des représentants de l'industrie (parmi lesquels l'ISDA - International Swaps and Derivatives Association). La négociation sur des plates-formes multilatérales organisées permet d'assurer la transparence du marché, pré et postnégociation, de la façon la plus efficace que nous connaissons : les bénéfices en matière de qualité du processus de découverte et de formation des prix, comme de diffusion des prix au marché, sont alors immédiats, selon des mécanismes parfaitement connus et maîtrisés. La négociation sur des plates-formes organisées telles que définies par la directive MIF permet également d'assurer l'égalité d'accès au marché, un haut niveau d'efficacité opérationnelle et un suivi du processus d'exécution (confirmation des transactions). Enfin, l'expérience montre également que le *reporting* des transactions aux

régulateurs est incomparablement plus fiable lorsqu'il est réalisé directement par quelques plates-formes organisées et non par une myriade d'intervenants de marché.

Renforcer la transparence des marchés de dérivés de gré à gré

Si des règles de transparence pré et postnégociation n'existent aujourd'hui de manière obligatoire et harmonisée au niveau européen que pour les actions, la révision prévue de la directive MIF est l'occasion d'envisager le sujet de la transparence pour les autres types d'instruments financiers et d'en analyser les bénéfices et les impacts, en particulier pour les contrats dérivés. Seules des règles de transparence appropriées et adaptées aux spécificités de ces marchés permettront d'éviter les problèmes induits par l'opacité des prix offerts et des transactions réalisées sur ces produits. Prénégociation, la transparence apporte à l'ensemble des intervenants un niveau d'information égal sur les ordres proposés, ce qui renforce la qualité du processus de formation des prix. Postnégociation, elle assure au marché une vision exhaustive des transactions réalisées, nécessaire à la valorisation des produits ainsi qu'au respect de l'obligation de « meilleure exécution » des intermédiaires.

Dès leur rapport de juillet 2009 (CESR, 2009), les régulateurs européens ont souligné le besoin d'une transparence accrue et la nécessité d'établir un régime de transparence postnégociation pour les marchés de dérivés de crédit - et en particulier pour

les CDS. Constatant que les initiatives menées par l'industrie dans ce domaine n'ont pas été suffisantes, ils ont considéré qu'un régime de transparence postnégociation obligatoire au niveau européen apporterait des bénéfices significatifs. Le CESR a donc recommandé à la Commission européenne de prendre des dispositions législatives en ce sens et d'établir un régime de transparence postnégociation obligatoire et approprié pour les marchés dérivés. Aujourd'hui, il se penche sur la définition plus précise du niveau de transparence adéquat pour ces produits, en proposant de calibrer le niveau de transparence postnégociation en fonction de la taille des transactions effectuées sur ces produits et en prenant en compte un certain nombre de critères, tels que la structure du marché considéré, le niveau de liquidité et la nature des intervenants, afin de déterminer quelles informations publier et dans quels délais. Il préconise également de poursuivre l'analyse afin de définir la mesure appropriée d'une transparence pré et postnégociation pour les autres marchés dérivés : les marchés de taux, d'actions, de change et de *commodities*. Ces recommandations serviront de base à la réflexion de la Commission européenne dans le cadre de la révision de la directive MIF.

Mais, au-delà de la réforme de cette directive, un dispositif plus ambitieux de transparence postnégociation pourrait être imaginé : pourquoi, en effet, ne pas s'appuyer sur les bases de données centrales des transactions pour diffuser à tous les acteurs du marché les informations sur les conditions dans lesquelles les transactions se sont conclues ?

VERS UNE REFONTE PLUS LARGE DE LA RÉGULATION DES MARCHÉS DE DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ ET UNE NOUVELLE GOUVERNANCE DES MARCHÉS DE GRÉ A GRÉ

Au-delà des travaux en cours qui visent spécifiquement à mieux réguler les marchés de dérivés de gré à gré, il importe de s'assurer, d'une part, que l'ensemble du dispositif législatif européen intègre pleinement les conséquences de l'existence des marchés dérivés, notamment en évitant que les manquements d'abus de marché réalisés sur les marchés dérivés ne puissent échapper aux sanctions. Par ailleurs, les évolutions en cours de la régulation sur les marchés de dérivés de gré à gré doivent être étendues aux marchés dérivés sur produits de base.

La lutte contre les abus de marché

Pour agir efficacement, le régulateur doit d'abord avoir accès aux informations sur les transactions réalisées sur les marchés de dérivés de gré à gré afin de pouvoir détecter de possibles abus de marché et sanctionner d'éventuels manquements observés. Les régulateurs européens se sont d'ores et déjà mis d'accord pour des échanges de données sur les transactions réalisées de gré à gré, à partir du système mis en place par la directive MIF pour les actions (système TREM - Transactions Reporting Exchange Mechanism).

Les modalités de *reporting* de ces transactions ont été soumises à consultation par le CESR en début d'année⁴ et il publiera les lignes directrices finales à l'été 2010. Le CESR proposera aussi à la Commission européenne, dans le cadre des travaux de révision de la directive MIF, de lever l'option qui était offerte aux États membres de ne pas imposer le *reporting* des transactions réalisées sur des instruments financiers autres que les actions, de manière à rendre ce *reporting* obligatoire⁵. Les instruments concernés par le *reporting* sont les dérivés dont les sous-jacents ont été admis à la négociation sur un marché réglementé ; les dérivés de taux, de change et sur matières premières en sont donc, à ce stade, exclus.

Il faut aussi toiletter la directive « Abus de marché » qui garantit l'existence de moyens de dissuasion et de sanction appropriés pour lutter contre certains comportements comme les délits d'initiés et les manipulations de marché. La révision de cette directive donnera l'occasion de clarifier le cadre applicable aux transactions réalisées sur les marchés de dérivés de gré à gré. À cet égard, l'AMF souhaite que les manquements d'initiés et les manipulations de marché puissent également s'appliquer aux dérivés OTC, rendant indispensable, lors de la révision de la directive, une redéfinition de la notion de « dépendance » entre un produit financier sous-jacent admis sur un marché réglementé et un instrument dérivé associé. En outre, il apparaît nécessaire que le champ des obligations déclaratives en cas de soupçon d'abus de marché soit étendu, dans tous les États membres de l'Union euro-

péenne, aux opérations portant sur des instruments dérivés négociés OTC dont le sous-jacent est constitué d'instruments financiers admis sur un marché réglementé ou sur une plate-forme alternative.

La régulation des marchés dérivés sur produits de base

Il convient également d'intégrer les dérivés sur produits de base dans les initiatives visant à sécuriser les marchés dérivés, tout en tenant compte de leurs spécificités.

Les marchés dérivés sur produits de base sont d'une importance capitale pour certains secteurs de l'industrie et pour l'agriculture. D'où la nécessité de veiller à leur bon fonctionnement, y compris par l'incitation à standardiser au maximum les contrats de gré à gré les plus répandus afin de les rendre compensables et négociables sur des marchés organisés.

Dans le même temps, les dérivés de gré à gré sur produits de base posent un défi à la standardisation en raison de la très grande diversité des sous-jacents, qu'il s'agisse de la qualité du produit physique (pétrole brut, céréales...) ou de sa localisation géographique (qui commande le coût du transport). Ces caractéristiques expliquent par ailleurs la difficulté inhérente à la surveillance de ces marchés, divers, décentralisés et, en conséquence, souvent peu transparents. La nécessité de couvrir à la fois les marchés dérivés et, dans la mesure du possible, les marchés physiques qui y sont liés complique encore la tâche :

cette double surveillance est pourtant impérative pour détecter et réprimer les éventuels abus, notamment les tentatives de manipulation.

Étant donné les compétences actuelles, légales et techniques, du régulateur financier, la surveillance des marchés dérivés sur produits de base pose aussi un défi en termes d'architecture institutionnelle. Parfois, il peut exister un régulateur sectoriel aux compétences plus ou moins larges sur les marchés physiques sous-jacents (l'électricité et le gaz, par exemple), avec lequel le régulateur financier devrait coopérer. Dans d'autres cas (pétrole, métaux...), il n'existe en Europe aucun régulateur en tant que tel, mais des autorités publiques diverses (ministère, autorité de la concurrence...). Quelle que soit la situation, l'enjeu est de définir de façon pragmatique les frontières de compétence de chacun et les conditions de coopération entre le régulateur de marché et son correspondant, pour assurer la qualité de la surveillance du marché concerné.

Enfin, le troisième défi a trait au développement de ces marchés afin de répondre aux besoins, existants ou à venir, de couverture des acteurs économiques. C'est particulièrement évident dans le domaine agricole, où les évolutions de la politique agricole commune exigeront des efforts soutenus et coordonnés afin de garantir aux agriculteurs et aux industries agroalimentaires la mise à disposition d'outils adaptés et performants de gestion de leurs risques. L'AMF apportera sa contribution au développement des marchés dérivés sur produits de base, tout en veillant à leur intégrité au bénéfice de tous les participants.

Vers une nouvelle gouvernance des marchés de gré à gré

La directive MIF a principalement été conçue dans la logique de fonctionnement des marchés actions et certaines dispositions (les notions fondamentales d'« ordre » et de « meilleure exécution » pour le dispositif MIF, par exemple) s'appliquent difficilement aux marchés de dérivés de gré à gré. La révision de la directive doit être l'occasion de clarifier l'articulation de certaines dispositions avec les marchés d'instruments autres que les actions.

Mais de façon plus générale, il paraît nécessaire de s'interroger plus profondément sur les évolutions des marchés et notamment sur la place des marchés de gré à gré dans le système financier. Car, si sous l'impulsion du G20 les réflexions sont désormais engagées sur la montée en puissance de la compensation obligatoire des dérivés de gré à gré et, lorsque cela est pertinent, leur négociation sur des plates-formes organisées, on notera sur ce dernier point que c'est un mouvement en sens inverse qui s'est paradoxalement engagé sur les titres de capital. En effet, l'entrée en vigueur de la directive MIF il y a trois ans s'est accompagnée d'une augmentation sensible des transactions de gré à gré effectuées. Même si la qualité des statistiques publiées sur ces transactions peut être débattue, il est généralement admis qu'environ 40 % de l'ensemble des transactions⁶ sur des actions admises sur des marchés réglementés de l'EEA (European Environment Agency) sont effectués de gré à gré, les 60 % restants se répartissant entre marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation.

Dans la mesure où le gré à gré n'est défini dans la directive MIF que par défaut, c'est-à-dire comme des transactions qui ne sont pas effectuées sur des marchés réglementés ou des MTF (*multilateral trading facilities*), ces transactions de gré à gré recouvrent des réalités diverses. Il peut tout autant s'agir de la partie au comptant d'une transaction ayant aussi une composante dérivée que de simples appariements d'ordres de clients dans des systèmes de négociation développés en interne par des banques, communément appelés *crossing networks*.

Or il faut donner un cadre à ces transactions à la faveur de la révision prochaine de la directive MIF. L'origine de certains types de transactions de gré à gré doit aussi être mieux identifiée lors de leur publication. Toutefois, un exercice plus ambitieux s'impose si l'on veut mieux gérer la part croissante de ces transactions OTC. C'est vers une définition « positive » du gré à gré que doit s'orienter finalement la directive. En ce cas, ne relèveraient du gré à gré que les seules transactions qui, en raison de leurs caractéristiques particulières et leur nature purement bilatérale, n'auraient pas vocation à être négociées sur des plates-formes et à contribuer au mécanisme de découverte des prix (transactions de blocs, par exemple). Car c'est bien en orientant un maximum d'ordres vers des plates-formes de négociation transparentes que la qualité du mécanisme de découverte et de formation des prix s'améliorera. Et cette qualité du

mécanisme de formation des prix est au cœur même de l'efficacité de nos marchés, qu'ils soient dérivés ou au comptant.

Les produits dérivés échangés de gré à gré ont été fort justement pointés du doigt pour leur rôle dans le déclenchement et la propagation de la crise financière. Il est vrai qu'ils peuvent être source de risques, d'arbitrage réglementaire, de complexité, voire d'instabilité du système financier. Mais ils contribuent aussi au financement de l'économie et au bon fonctionnement des marchés. Il faut donc une régulation appropriée de ces produits pour en conserver les avantages et en modérer les risques. Cette régulation ne peut pas être envisagée sous le seul angle prudentiel. Il revient au régulateur des marchés de prendre sa part dans l'élaboration d'un cadre réglementaire rénové de ces marchés. Ceux-ci devront être plus transparents. Leur organisation même devra évoluer. Le CESR propose une feuille de route fondée sur la déclinaison du triptyque « standardisation, compensation, enregistrement » et la création des infrastructures de marchés correspondantes. Au-delà, il faut même envisager une refonte encore plus ambitieuse des cadres de régulation nationaux et européens dont les paramètres avaient été conçus avant l'explosion des transactions sur produits dérivés. Ils doivent désormais intégrer cette dimension nouvelle des marchés modernes.

NOTES

1. La crise ayant amené l'industrie financière à faire de premiers efforts pour « comprimer » le volume de contrats en cours.
2. Cf. la faillite de la banque Lehman Brothers.
3. Voir : FMI, CSF et BRI, 2009.
4. Voir : FOA, 2010.
5. À l'heure actuelle, seuls le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Espagne collectent des données sur les transactions réalisées sur les produits dérivés traités de gré à gré.
6. En volume.

BIBLIOGRAPHIE

- CESR (Committee of European Securities Regulators) (2009), *Transparency of Corporate Bond, Structured Finance Product and Credit Derivatives Markets*, rapport CESR/09-348, 10 juillet.
- FMI (Fonds monétaire international), CSF (Conseil de stabilité financière) et BRI (Banque des règlements internationaux) (2009), *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments : Initial Considerations*, rapport aux ministres des Finances et gouverneurs du G20, octobre.
- FOA (Futures and Options Association) (2010), *CESR Consultation on Guidance to Report Transactions on OTC Derivative Instruments*, n° 09-987, avril 2010.

