

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Les propositions du G 20 en matière de sécurité sur produits dérivés



Hubert de Vauplane

Directeur juridique
Calyon *
Université Paris II
Panthéon-Assas

Parmi les recommandations du G 20 de novembre 2008, figure une meilleure réglementation des dérivés de crédit, grâce notamment à la création d'une ou plusieurs chambres de compensation ainsi que par celle de plateformes de négociations électroniques. Il faudra évaluer précisément les conséquences pratiques d'une telle décision ainsi que son efficacité.

La finance mondiale est en pleine mutation. Les conséquences de la crise bancaire, financière et économique vont conduire à l'élaboration d'un "nouvel ordre financier planétaire". Il faut tout au moins l'espérer. À cet égard, la réunion du G 20 à Washington en novembre 2008 marque une étape importante dans ce processus. Parmi les mesures envisagées (encadré), l'une concerne en particulier le marché des dérivés de crédit, soupçonné d'être à l'origine de l'emballement de la crise bancaire. Il est ainsi indiqué "souhaiter un renforcement [des contrôles] des marchés de produits dérivés de crédit et [de] réduction de leurs risques systémiques, y compris sur les marchés de gré à gré [1]"; plus précisément, "les superviseurs, en se fondant sur le lancement imminent des services de contrepartie centrale pour les contrats d'échange sur défaillance de crédit (CDS – credit default

swaps), doivent intensifier leurs efforts pour réduire les risques systémiques liés aux CDS et aux transactions de gré à gré sur produits dérivés, insister sur la nécessité pour les acteurs du marché d'assurer les transactions en bourse ou sur les plateformes électroniques pour les CDS, renforcer la transparence des marchés de produits dérivés de gré à gré et s'assurer que les infrastructures pour ces produits peuvent traiter des volumes croissants". La réduction des risques dans les opérations de produits dérivés apparaît ainsi comme l'une des mesures permettant de fonder un nouvel ordre financier mondial.

LA MISE SOUS TUTELLE DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT

On ne discutera pas ici des raisons, essentiellement économiques et financières, qui ont présidé à une recherche de "mise sous tutelle des dérivés de crédit". Pourquoi ce type de dérivés plus que d'autres? En quoi les dérivés de crédit sont-ils plus "coupables" des désordres financiers que les dérivés sur matières premières,

sur taux, devises ou actions? À cet égard, selon l'ISDA, la valeur notionnelle des CDS a baissé de 25 trillions de dollars depuis le 1^{er} janvier 2008 par rapport à 2007 qui avait vu un pic jusqu'à 62,2 trillions de dollars de valeur notionnelle. Au-delà de cette interrogation sur l'existence même des dérivés de crédit, le G 20 semble considérer que la réduction du risque systémique, en particulier sur les opérations de gré à gré, passe nécessairement par la création d'une ou plusieurs chambres de compensation pour les transactions sur CDS ainsi que par celle de plateformes de négociation électroniques. Hors le seul aspect des dérivés de crédit, c'est l'ensemble des activités de gré à gré qui est visé comme générateur de risques systémiques.

CHAMBRES DE COMPENSATION ET PLATFORMES DE NÉGOCIATION POUR LES CDS

La déclaration du G 20 conduit à distinguer deux types de situation : le cas où seules seraient créées une ou plu-

* Les opinions exprimées n'engagent que l'auteur et non la société Calyon.

[1] http://www.ue2008.fr/webdav/site/PFUE/shared/import/1116_sommet_crise_financiere/declaration_washington_fr.pdf

NOVEMBRE 2008

LES ENGAGEMENTS DU G20

Les engagements des participants à l'issue du G20 de Washington en novembre dernier sont passés trop vite sous silence, les plus optimistes n'y voyant que des déclarations de principes sans réalisations concrètes. Pourtant la déclaration finale marque un tournant dans le processus de fonctionnement de la finance mondiale. Elle appelle à la prise de "mesures urgentes et exceptionnelles" compte tenu de la situation pour soutenir l'économie mondiale. Elle souligne "la nécessité d'une réponse politique plus large fondée sur une coopération macroéconomique plus étroite, pour restaurer la croissance, éviter les retombées négatives et soutenir les économies des marchés émergents et des pays en développement".

La déclaration souligne "combien il est vital de rejeter le protectionnisme [...] en ces temps d'incertitudes financières" et aux dirigeants du G 20 de "s'efforcer" à parvenir à un aboutissement réussi du cycle de Doha.

Le gros de la déclaration du G 20 et du plan d'action est consacré à la définition de "principes communs de réforme des marchés financiers" :

- renforcer la transparence et la responsabilité ;
- favoriser une régulation saine ;
- promouvoir l'intégrité des marchés financiers ;
- renforcer la coopération internationale.

La déclaration et le plan d'action apportent un certain nombre d'éléments constitutifs de ces principes, avec un accent marqué pour "favoriser une régulation saine". Leur mise en œuvre incombe aux ministres des finances dans le cadre du programme du G 20 en 2009. Ils sont mandatés pour "lancer le processus" et définir un "calendrier" d'ici le 31 mars 2009.

Les ministres des finances doivent aussi nommer "d'éminents experts indépendants" et formuler des recommandations spécifiques concernant : la "pro-cyclicité" de la régulation, les normes comptables, en particulier pour les "titres complexes", les marchés des produits dérivés de crédit, "y compris sur les marchés de gré à gré", la révision des "pratiques en matière de rémunération", et la supervision des "institutions d'importance systémique".

sieurs chambres de compensation, de celui où seraient aussi créées une ou plusieurs plateformes de négociations électroniques. Des débats aux États-Unis et en Europe se sont engagés entre les pouvoirs publics et l'industrie financière quant à la mise en œuvre de ce programme, et, en particulier, quant à la création d'une ou plusieurs chambres de compensation et de plateformes de négociations pour les CDS. S'agissant de la création d'un organisme de compensation centrale pour les dérivés de crédit, il s'agit de la solution mise en avant à court terme par

la Commission européenne [2]. La deuxième situation vise le cas où les transactions sur CDS, voire autres dérivés, seraient non seulement compensées par un organisme ad hoc, mais négociées sur des plateformes électroniques. Cette solution fait partie des pistes de réflexion de la Commission européenne, même si elle n'a pas les faveurs des représentants de l'industrie financière

[2] Cf. Summary of the meeting of 5 November 2008 on OTC Derivatives and Follow up actions, European Commission, Internal Market and Services, Financial Markets Infrastructures, 12 Novembre 2008.

qui considère important de garder le cadre concurrentiel mis en place par le PASF en Europe favorisant la compétition entre les différentes formes de négociation d'instruments financiers (marchés réglementés, MTF, internalisation et gré à gré), et doutent de la satisfaction des besoins des investisseurs avec des produits totalement standardisés (notamment pour les instruments sur taux d'intérêts et change, crédit et matières premières).

« En quoi les dérivés de crédit sont-ils plus « coupables » des désordres financiers que les dérivés sur matières premières, sur taux, devises ou actions ? »

STANDARDISER LES CONDITIONS DE NÉGOCIATION

Qu'il s'agisse de la création d'une ou plusieurs chambres de compensation ou plateformes de négociations électroniques, pour que la compensation s'opère, il faut que les dettes et créances (les transactions) soient juridiquement considérées comme réciproque, c'est-à-dire présentent un degré certain d'harmonisation contractuelle. En pratique, cela revient à standardiser les conditions de négociation, même si, sans aller jusqu'à la création de contrats standards comme sur les marchés réglementés à terme, un degré de souplesse reste possible. Cette normalisation passera soit par la création d'un nouveau standard contractuel propre aux transactions négociées sur ces nouvelles plateformes et/ou compensées par une chambre de compensation, soit par l'utilisation d'un seul contrat-cadre déjà existant pour ce type de transactions (vraisemblablement le contrat ISDA). Dans ce dernier cas, il faudra sans doute isoler les opérations effectuées par l'entremise d'une chambre de compensation de celles compensées de façon bilatérale, sans doute en disposant de plusieurs jeux de documentation contractuelle. Dans ses pistes de tra-

vail, la Commission considère que l'utilisation de contrats non standardisés augmentera le besoin de capital réglementaire. De même, la Commission a fait part, lors des discussions avec les représentants de l'industrie financière, de la nécessité de séparer les activités de la chambre de compensation entre celles liées aux marchés actions et celles liées aux marchés dérivés, comme il apparaît tout aussi important de séparer les activités en provenance des marchés réglementés de celles effectuées sur les marchés de gré à gré. De manière plus précise, un consensus apparaît dans le besoin de séparation physique (c'est-à-dire sous forme d'entité juridique distincte) entre les activités de compensation de dérivés de gré à gré de celles sur dérivés listés. La raison de telles séparations tient au risque de conflits d'intérêts, notamment vis-à-vis des systèmes de négociation et de compensation intégrés (comme Eurex) [3].

LES DIFFICULTÉS PRATIQUES

À ce jour, plusieurs intervenants ont fait part de leur intérêt quant à la création d'une ou plusieurs chambres de compensation sur CDS, la question centrale demeurant de savoir si une seule chambre de compensation au niveau mondial suffit ou bien s'il convient d'en créer une pour les activités américaines (centrée autour de Depository Trust & Clearing Corporation – DTCC) et une pour les activités européennes (avec les propositions de LCH, Eurex et Ice Trust). Les difficultés pratiques rencontrées ont trait notamment à la question du critère d'éligibilité des dérivés de crédit appelés à être compensés par une chambre de compensation

“Au-delà du seul aspect des dérivés de crédit, c'est l'ensemble des activités de gré à gré qui sont visées comme génératrices de risques systémiques.”

(doit-on viser seulement les CDS sur indices et dans ce cas, lesquels, ou bien aussi les CDS portant sur un seul risque de contrepartie?), mais aussi la question de la gestion des événements de défaut lorsque les transactions sont compensées par une chambre (les participants aux différentes réunions organisées par la Commission ont fait remarquer à cet égard que l'inclusion de la notion de *restructuring* comme un événement de crédit au sens de la documentation ISDA posait un problème de standardisation des contrats. Il est à préciser que cette notion est à ce jour requise au niveau prudentiel en Europe ce qui n'est pas le cas aux États-Unis).

UNE MESURE EFFICACE ?

Au-delà des débats techniques, demeure la question principale, de nature économique plus que juridique : l'existence d'une chambre de compensation sur laquelle porte in fine le risque de défaillance de l'une des contreparties est-elle véritablement de nature à diminuer le risque systémique ?

Deux observations : la première tient au fait que la défaillance de Lehman, tout comme la survenance de cas de défaut sur Fannie Mae et Freddie Mac n'ont pas entraîné de défaillances en chaîne et donc créé un risque systémique : toutes les opérations ont fait l'objet d'une compensation bilatérale où, à l'issue, les contreparties de Lehman restaient débitrices ou créancières (devant alors déclarer leurs créances à l'administrateur en charge de Lehman dans le cadre de la procédure de “faillite”). Mieux, on observera que les procédures de règlement des flux sous forme d'un

protocole ISDA [4] des transactions suite à la survenance d'un événement de crédit ont permis un transfert du risque sur une base nette et non sur une base brute ; il n'est donc pas pertinent de considérer que seule une chambre de compensation peut transférer un risque net.

La deuxième observation est sous forme interrogative : une chambre de compensation peut-elle absorber le risque de défaillance de l'un de ses membres au regard des montants en jeux ? Cette question doit être d'autant plus soulignée que les chambres de compensation sont des organismes de droit privé, fonctionnant sous la forme capitalistique et pour lesquels le nombre d'intervenants ne cesse de diminuer pour ne laisser coexister que quelques intervenants, qui se trouveront alors en situation monopolistique.

RAPIDITÉ, MAIS PAS DE PRÉCIPITATION

En conclusion, les réflexions entamées en Europe sous l'égide de la Commission dans les suites à donner aux déclarations du G 20 sont les bienvenues et doivent trouver une réponse à court terme. Rapidité ne doit toutefois pas être confondue avec précipitation, d'autant plus que derrière les enjeux de politique économique quant aux moyens à mettre en œuvre pour une bonne gestion du risque systémique se cachent souvent des enjeux prudentiels et de contrôle ainsi que des intérêts concurrentiels et privés, certains grands acteurs de l'industrie financière voyant dans ce cadre un moyen de renforcer telle ou telle de leurs activités. ■

[3] Voir à cet égard le “EU Code of Conduct on Clearing and Settlement”.

[4] http://www.isda.org/protocol/prot_nav.html : L'ISDA a ainsi organisé des procédures d'enchères (*hardwiring*) sur des événements de crédit impliquant Fannie Mae, Freddie Mac et Lehman Brothers.