Les États-Unis et l'Europe s'essaient au consensus

Annick Masounave
Journaliste
Revue Banque

À produits mondialisés, réponse globale, demandent les acteurs du marché. Les autorités semblent avoir entendu ce message. Au-delà des oppositions de principe qui ont vu s'affronter les Européens et les Américains sur la question des produits dérivés, c'est leur volonté commune d'éradiquer l'arbitrage réglementaire qui semble avoir infléchi les débats.

La mise en place d'un Forum des régulateurs de produits dérivés OTC (OTC Derivatives Regulators' Forum), le 24 septembre dernier, témoigne de la volonté arrêtée des régulateurs qui souhaitent désormais que les règles de transparence et de bonne gouvernance s'appliquent à tous les acteurs du marché. Le discours d'ouverture de David Wright, directeur général adjoint de la DG Marché intérieur, lors de la conférence du 25 septembre 2009 [1], ne laissait aucun doute sur la question : "*À l'avenir, nous n'accepterons plus l'insécurité prudentielle. J'espère que l'industrie financière réagira de façon responsable et morale, en pensant à la crise économique qui a fait suite à la débâcle financière et aux millions de personnes qui se sont retrouvées sans emploi. Il est temps à notre avis de faire preuve d'honnêteté, et de ne plus défendre ce qui ne l'est pas*".

[1] "Derivatives in crisis : Safeguarding Financial Stability", conférence organisée par la Commission à Bruxelles.

PÉRIMÈTRE DE LA RÉGLEMENTATION : LES CDS NE SERONT PAS LES SEULS CONCERNÉS

Si une chose est certaine, c'est que tous les dérivés OTC devront désormais être soumis à une obligation de transparence. Ce sujet, évoqué dans la communication de la Commission et actuellement étudié par le CESR [2], sera plus largement traité en Europe dans le cadre de la révision de la directive MIF, programmée en 2010. Celle-ci sera étendue à l'ensemble des produits dérivés.

Un ou des *trade repositories* (TR), bases de données répertoriant les transactions et fournissant des informations aux régulateurs, sont amenés à voir le jour au cours des prochains mois. En Europe, le CESR a mené une consultation qui prend fin le 6 novembre.

La Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), société américaine privée, s'est positionnée dès 2006 sur le marché de la collecte d'informations relatives aux opérations sur CDS avec un *trade information warehouse* (TIW). Elle est la seule société opérationnelle à ce jour.

Un monopole vu d'un mauvais œil par les Européens qui ont milité pour la création d'un *datawarehouse* européen pour les CDS, tandis que les Américains n'y voyaient que des avantages, y compris sur le plan économique. Cette pomme de discorde, qui figure dans le plan de travail du Forum des régulateurs de dérivés OTC, devrait être résolue par une supervision internationale coordonnée de ces structures.

Dans sa communication, la Commission a donc adopté une attitude plus conciliante. Elle n'exclut plus d'autoriser le recours au TIW de la DTCC, dès lors que cette société est soumise à "une réglementation comparable" et qu'elle donne accès à ses informations aux régulateurs européens.

[2] Le 22 juillet 2009, le CESR a publié une consultation, "Classification and Identification of OTC Derivative Instruments for the Purpose of the Exchange of Transaction Reports Amongst CESR Members". Étudiant la possibilité d'utiliser TREM (*transaction reporting exchange mechanism*), un outil qui permet aux membres du CESR d'échanger des rapports sur les transactions, elle vise à classifier les produits dérivés et à définir les obligations en matière de *reporting*. Cette consultation a pris fin le 1er octobre.

COMPENSATION DES PRODUITS STANDARDISÉS : OUI, MAIS…

Sur le sujet de la compensation centralisée, la Commission a, au contraire, durci sa position première, qui était de laisser les marchés décider de ce qui était standardisable et donc compensable. La compensation des produits standardisés sera donc obligatoire. Des incitations devraient être aménagées par la suite, afin d'infléchir les pratiques des marchés.

Elle prévoit également de définir précisément les produits qui pourront être considérés comme standardisés, en partenariat avec les autres membres du G20 et plus particulièrement les États-Unis.

De leur côté, les États-Unis n'ont pas encore réellement tranché sur la question de l'obligation de recourir à une compensation centralisée. Ce n'est pas un, mais trois projets de loi qui ont été rédigés. Alors que le projet initial du Trésor, publié le 11 août, prévoyait une compensation obligatoire pour tous les produits dérivés, ceux de la commission Services financiers, puis de la commission Agriculture de la Chambre des représentants [3], prévoient des régimes d'exception à cette règle. Difficile, dans ce contexte, de déterminer quelle sera la position finale du législateur américain avant 2010, date à laquelle le Sénat devrait examiner le texte.

TRAITEMENT DIFFÉRENCIÉ DES UTILISATEURS FINAUX : UNE FAILLE RÉGLEMENTAIRE ?

D'autres acteurs du marché bénéficient désormais d'un traitement différencié, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Il s'agit des entreprises non financières. Utilisateurs marginaux des produits dérivés (7 % du marché seulement), elles ont alerté les autorités sur leur statut de "victimes collatérales" d'un durcissement réglementaire venant alourdir le coût de la couverture de leurs risques.

Aux États-Unis, les parlementaires se sont montrés indulgents vis-à-vis d'elles, en les exonérant de passer par une compensation centralisée, dès lors qu'elles utilisent des produits standardisés. Cette exemption ne figurait pas dans le projet de loi du 11 août et a provoqué l'inquiétude de plusieurs observateurs, et au premier chef de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Son président, Gary Gensler, a ainsi déclaré le 21 octobre que "*toutes les transactions de gré à gré devraient être compensées autant que possible par des contreparties centrales fortement régulées*". Les entreprises non financières pourraient recourir à des accords avec leurs intermédiaires, destinés à leur éviter de financer de coûteux appels de marge. "*Si le Congrès devait décider d'exempter les utilisateurs finaux de recourir à la compensation centralisée, ceci devrait être défini très précisément, afin de s'appliquer uniquement à des structures qui n'ont recours aux dérivés que de manière occasionnelle, pour se prémunir contre des risques commerciaux. Je ne pense pas que des* hedge funds, *des sociétés financières ou autres fonds d'investissement devraient être exemptés de cette obligation*".

Une position que partage la Commission. Souhaitant avant toute chose éviter les failles réglementaires, elle a considéré que "*les institutions non financières ne devraient pas être totalement exclues du « scope » de la réglementation*" [4]. Ainsi, toutes les transactions standardisées devront être compensées par une contrepartie centralisée. Elle s'est cependant prudemment laissé la possibilité de faire évoluer son dispositif vers davantage de souplesse, afin d'éviter de désavantager les entreprises européennes.

> *"À l'avenir, nous n'accepterons plus l'insécurité prudentielle. J'espère que l'industrie financière réagira de façon responsable et morale, en pensant à la crise économique qui a fait suite à la débâcle financière et aux millions de personnes qui se sont retrouvées sans emploi. Il est temps à notre avis de faire preuve d'honnêteté et de ne plus défendre ce qui ne l'est pas."*

TOUS LES GRANDS ACTEURS DU MARCHÉ DEVRONT OBTENIR UN AGRÉMENT

Aux États-Unis comme en Europe, les participants au marché des produits dérivés, les dénommés *swap dealers* et *major swap participants*, seront tenus de s'enregistrer auprès des autorités. Ils se verront appliquer des exigences de capital réglementaire supplémentaires, ainsi que des limites de positions agrégées dans le cas de dérivés sur matières premières. Ces mesures figurent, avec des nuances cependant, dans les projets de lois sur les dérivés en circulation aux États-Unis. En Europe, les mesures sont similaires et traitées dans le cadre de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (directive AIFM) examinée par le Conseil le 10 novembre prochain, ainsi qu'à l'occasion de la révision de la Directive sur les abus de marché, prévue pour 2010.

FACE À L'UNION EUROPÉENNE, L'EMBROUILLAMINI LÉGISLATIF AMÉRICAIN

Un temps opposées sur les modalités de la mise en œuvre des réformes, les autorités américaines et européennes semblent désormais en mesure d'évoluer en bonne intelligence. La communication de la Commission témoigne des efforts réalisés en ce sens. Mais dans ce dialogue américano-européen désormais clarifié, le circuit législatif du projet de loi américain crée un flou, qui, au nom de l'éradication des arbitrages réglementaires, pourrait limiter la portée finale des mesures envisagées. ■

[3] Ces deux projets ont été adoptés respectivement les 15 et 20 octobre 2009. Ces propositions devront ensuite être examinés par la Chambre des représentants, avant d'être transmis au Sénat.

[4] "Derivatives Markets – Frequently Asked Questions", 20 octobre 2009.