UNIVERSITÉ LAVAL
Faculté de droit
BULLETIN DE droit économique
Volume 3, Numéros 2 & 3 (Été - Automne 2012)

Table des matières

Introduction
1. Les principales dispositions du *Règlement*
2. Critiques et limites
Conclusion

Mode de référence : (2012) 2-3 B.D.E.
ISSN : 1923-1571 Bulletin de droit économique

La négociation des contrats d'échange sur risque de crédit et des ventes à découvert désormais sous haute surveillance en Europe

Commentaire

Michèle Patricia AKIOBÉ*

Un nouveau règlement est entré en vigueur le 1er novembre dernier; il s'agit du *Règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit* (1) (ci-après « *Règlement* »).

La vente à découvert et le *credit default swaps*, (ci-après « CDS ») sont des pratiques spéculatives généralement utilisées par les fonds de placement pour faciliter la circulation des liquidités sur un marché donné.

Le *credit default swaps* (en français, contrat d'échange sur risque de crédit) est un « contrat d'instruments dérivés aux termes duquel l'une des parties verse à l'autre une prime en contrepartie d'un paiement ou d'une autre prestation en cas d'évènement de crédit affectant une entité de référence ou de toute autre défaillance, liée à ce contrat d'instruments dérivés, ayant un effet économique analogue (2).

Le CDS joue donc le rôle d'assurance sur une dette. À supposer que X prête une certaine somme à Y; X n'étant pas sûr d'être remboursé, va s'adresser à Z qui l'assurera. X versera donc une prime tous les mois à Z, et en échange de cette prime, Z paiera l'argent qui manque à l'arrivée. Si Y ne rembourse qu'une partie de la somme ou alors ne rembourse pas du tout, Z donnera la somme manquante. C'est ce qu'on appelle généralement une position de couverture sur CDS. Le processus devient plus complexe avec les positions « nues », objet du présent Règlement. « Le CDS permet en effet de s'assurer contre un risque qu'on ne court pas; celui qui contracte un CDS alors qu'il ne détient pas l'instrument de dette contre le risque duquel il s'assure, prend une position que l'on appelle « nue » » (3).

Ce CDS nu est généralement appelé « assurance sur la voiture du voisin ». On note donc l'arrivée d'une quatrième personne dans la chaine : X a prêté 100 $ à Y. W se rend chez Z et lui demande de l'assurer contre le fait que Y ne remboursera peut-être pas X.

La vente à découvert, quant à elle, peut être définie comme une opération qui consiste pour un opérateur de marché à céder un actif qu'il possède lorsqu'il anticipe sa baisse. Dans le cas où il ne possède pas cet actif, il va l'emprunter sur le marché, le vendre, ensuite, le racheter pour enfin le restituer au prêteur (4).

Mais puisque cette pratique est très peu réglementée, les opérateurs économiques en profitent souvent pour vendre des actifs qu'ils ne possèdent pas et qu'ils n'ont pas l'intention d'emprunter. C'est la vente à découvert nue qui entraîne par conséquent un risque de livraison.

Suite donc à la récente déstabilisation des marchés en 2008, la vente à découvert a été désignée comme le facteur qui a aggravé l'instabilité des marchés dans la zone euro. Le risque de livraison des titres vendus à découvert a entraîné une cascade de défauts, avec un risque de propagation systémique. Avec ce *Règlement*, l'Europe entend donc limiter l'exercice de ces pratiques spéculatives sur les dettes souveraines des États en difficultés dans la zone.

Quelles sont les principales dispositions du texte ? Est-ce qu'elles sont à même de résoudre le problème de la spéculation sur les dettes des pays d'Europe ?

1. Les principales dispositions du *Règlement*

Le nouveau *Règlement* va jouer un rôle de baliseur, notamment, par la mise en œuvre de trois dispositifs d'atténuation qui forment d'ailleurs les grands axes du texte. Dans le premier axe, le texte mentionne qu'il est possible pour le régulateur, dans diverses conditions de marché, de restreindre temporairement les ventes à découvert (voir le premier chapitre du *Règlement*). Cette « restriction temporaire des ventes à

découvert reprend, en les élargissant au CDS souverain, et en les harmonisant au niveau européen, des mesures souvent préexistantes dans les droits nationaux. Ce faisant, elle renforce la cohérence de ces dispositifs, accroissant ainsi leur efficacité et leur équité vis-à-vis de l'ensemble des acteurs du marché quelle que soit leur localisation ou leur statut » (5).

En outre, dans le deuxième axe, il est fait une obligation aux détenteurs de positions courtes de déclarer celles-ci auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers, ci-après « AEMF », pour dissuader ainsi d'éventuels abus de marché (deuxième chapitre du *Règlement*). Enfin, dans la troisième partie, précisément l'article 12 du *Règlement* impose aux vendeurs à découvert de prendre des dispositions contractuelles garantissant la disponibilité des titres nécessaires pour solder leurs positions.

Par ailleurs, le *Règlement* joue également un rôle préventif en prenant en compte tous les différents types d'instruments financiers :

- Les positions courtes et longues : le calcul de ces positions « devrait inclure toutes les formes d'intérêts économiques détenus par une personne physique ou morale en rapport avec le capital en actions émis par une société ou avec la dette souveraine émise par un État membre ou l'Union » (6).
- Les positions courtes nettes : un modèle de notification à deux niveaux sera mis en place. À partir du seuil le plus bas (fixé à 0,2 % du capital en actions émis de l'entreprise, et chaque allier de 0,1 % au-delà de ce seuil), « les positions devraient faire l'objet d'une notification limitée aux autorités de régulation concernées » (7) afin de prévenir un risque systémique lié à une vente à découvert. Au-delà du seuil le plus élevé (fixé à 0,5 %), « les positions devraient être publiquement portées à la connaissance du marché pour donner un maximum d'informations sur les positions courtes sur le marché » (8).
- Les positions sur les dettes souveraines : elles doivent être obligatoirement notifiées aux autorités compétentes.
- Les ventes à découvert non couvertes d'actions : « il est indispensable qu'une personne physique ou morale ait conclu un accord avec un tiers aux termes duquel ce tiers a confirmé que l'action a été localisée, à savoir que le tiers confirme qu'il considère être en mesure de livrer l'action pour le règlement lorsque celui-ci est dû » (9).

C'est à l'AEMF que revient la tâche de coordonner les mesures prises par les autorités compétentes; le cas échéant, elle pourra elle-même prendre des mesures qui s'imposent.
Ce *Règlement* vise au final :

> à accroître la transparence sur les positions courtes détenues par des investisseurs pour certaines valeurs mobilières dans la zone; à s'assurer que les États membres ont des compétences précises pour intervenir dans des situations exceptionnelles pour réduire les risques systémiques et les risques pour la stabilité financière et la confiance du marché découlant de la vente à découvert et les *credit default swaps*; à assurer la coordination entre les États membres et l'AEMF dans des situations exceptionnelles; à réduire les risques de règlement/livraison et d'autres risques liés à la vente à découvert nue; et enfin, à réduire les risques de la stabilité des marchés de la dette souveraine posée par les positions non couvertes des CDS nus, tout en prévoyant la suspension temporaire de restrictions où les marchés de la dette souveraine ne fonctionnent pas correctement (10).

Cependant, malgré ses forces, le nouveau texte présente quelques faiblesses.

2. Critiques et limites

L'idée générale de ce *Règlement* est d'autoriser les positions nues si, et seulement si, l'opérateur est exposé, par ailleurs, à un risque lié à celui de la dette souveraine. Autrement dit, l'opérateur de marché, partie à l'opération, doit être exposé à un risque réel de livraison. Toutefois, le droit à la suspension de ces pratiques accordé à un pays signataire qui jugerait qu'elles ne sont pas nécessaires pour le marché de la dette souveraine peut être facilement levé. En effet, si un investisseur possède une dette espagnole, la restructuration de la dette grecque va immédiatement placer l'Espagne dans la ligne de mire en tant que prochain candidat possible à une restructuration. Par conséquent, les risques de défaut sur l'Espagne et la Grèce sont bien corrélés. L'acteur financier ayant une dette espagnole pourra donc aisément contracter un CDS en position « nue » sur la dette grecque et donc spéculer sur le défaut de la Grèce, avec pour principale raison qu'elle court un risque sur sa dette initiale. Ainsi, l'on se demande s'il faudrait se contenter de suspendre la spéculation sur la dette souveraine d'un État ou alors, carrément, la prohiber. Le problème avec les interdictions est qu'elles donnent naissance à l'arbitrage réglementaire, déplaçant ainsi le problème sur une autre sphère.

Par ailleurs, suite à l'examen du contenu de la loi, quelques observations nécessitent d'être soulevées.

De prime abord, les dispositions qui se trouvent au chapitre II du *Règlement* et qui concernent la notification des positions à l'AEMF posent un problème de faisabilité. En effet, l'application du principe de transparence repose sur la mise

en œuvre d'une communication par les acteurs sur leurs positions courtes. Les modalités de ce rapport, bien que simplifiées dans une certaine mesure à l'issue de la phase de consultation, demeurent complexes et requièrent des moyens techniques et humains coûteux, tant chez les investisseurs eux-mêmes que chez leurs teneurs de compte. « Quel bénéfice attendre en contrepartie de ce coût ? Que pourra-t-on déduire de la lecture de ces positions courtes nettes, publiées à partir d'un seuil bas (0,5 % des titres émis) ? La publication d'une position courte par un acteur notoire ne risque-t-elle pas de susciter des comportements moutonniers et d'affaiblir davantage la société attaquée ? » (11).

Par la suite, l'on note plusieurs redites dans le *Règlement*. Certes, la répétition est la mère de l'enseignement entend-on souvent dire, mais le législateur européen avait déjà émis une directive sur cette obligation de notification. Il s'agit de la *Directive n° 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers* (12) adoptée en 2004 et modifiée en 2010 (13). Celle-ci avait déjà institué un dispositif de notification des transactions avec précisément pour objectif de permettre aux régulateurs de surveiller le bon fonctionnement des marchés et les transactions de vente à découvert qui leur sont déjà transmises (14). Il en est ainsi également de la *Directive n° 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché* (15) qui sanctionne les abus des investisseurs sur les ventes à découvert. Il aurait fallu, à notre avis, insister sur la portée de l'opinion de l'AEMF. Celle-ci n'est pas suffisamment contraignante pour emmener les acteurs financiers à la respecter. Afin d'accompagner l'action de l'AEMF, il faudrait prévoir des sanctions aux contrevenants. On se rend compte que cette réglementation n'est pas en soi un remède, mais de la sur-médication.

Enfin, la situation se complique avec la dérégulation de ces CDS. N'étant pas réglementés, ces derniers se négocient de gré à gré sur le marché interbancaire. La gestion du risque à ce stade devient plus délicate. Il serait, par exemple, difficile pour un État de la zone de savoir exactement combien ces banques ont vendu de CDS portant sur la dette souveraine d'un pays donné. Cet État ne saura donc pas combien ses banques devraient débourser si ce pays venait à tomber en faillite. Ainsi, il serait d'ores et déjà souhaitable de peaufiner la régulation de ces instruments financiers sur le plan national avant de pouvoir mieux l'envisager sur le plan communautaire. La nécessité d'une coordination et d'une harmonisation des règles se fait donc pressante dans la zone.

Conclusion

En définitive, nous retenons que les ventes à découvert nues et les CDS nus sont des pratiques essentielles pour la liquidité sur le marché. Toutefois, il faudrait parvenir à strictement les prohiber lorsqu'elles ne répondent pas à une nécessité économique. Le seul problème qui pourrait subvenir à ce niveau est le caractère ingénieux de la finance; l'innovation financière étant toujours prête à contourner toute interdiction. Toutefois, nous reconnaissons que ce nouveau *Règlement* démontre la volonté de l'Europe de lutter contre la dérégulation des innovations financières. Il serait alors intéressant de ne pas limiter cette réglementation uniquement au CDS souverain, mais de l'étendre sur le vaste marché des produits dérivés.

* Candidate au doctorat en droit (LL.D.) sous la direction du professeur Marc Lacoursière, Faculté de droit, Université Laval.

© Michèle Patricia Akiobé, 2012.
Mode de référence : (2012) 2-3 B.D.E.
ISSN : 1923-1571 Bulletin de droit économique

Notes

1. *Règlement* du PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL paru dans le Journal Officiel nº L 86 (JO nº L 86) du 24 mars 2012, p. 7.
2. *Ibid.*
3. Paul JORION, *Le Capitalisme à l'agonie*, Paris, Fayard, 2011, p. 80.
4. Voir Didier MARTEAU, « Doit-on interdire les ventes «nues» en France ? », *Le Monde*, 14 juin 2010.
5. MATHIS, Jérôme SERMADIRAS, « Règlement sur la vente à découvert, un remède inadapté », *Les Échos*, 30 octobre 2012.
6. JO nº L 86, préc. note 1, p. 2.
7. *Ibid*, p. 2 et 10.
8. *Ibid*., p. 2 et 11.
9. *Ibid*., p. 3.
10. COMMISSION UE, « Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps – Frequently Asked Questions », Communiqué de presse, MEMO/11/713 du 19/10/2011.
11. *Op. cit*., note 4.
12. JO nº L 145 du 30.4.2004, p. 1.
13. JO nº L 331 du 15.12.2012, p. 120.
14. Voir la section 3, article 25 de ladite *Directive*.
15. La *Directive n°2003/6/CE* est entrée en vigueur le 12 avril 2003, p. 16.