

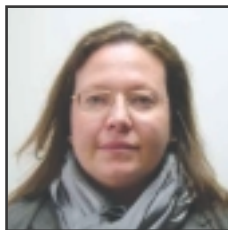
De faux objectifs

L'inclusion sous la DSI des dérivés sur produits de base ne s'est pas déroulée sans controverses.

Au-delà des imprécisions et des intérêts divergents des participants, la DSI se trompe de cible en voulant protéger « l'investisseur ».



SIMON FIRTH
Partner
Wilmer, Cutler & Pickering



ALIX PRENTICE
Associate
Wilmer, Cutler & Pickering

LA DIRECTIVE SUR LES SERVICES d'investissement (DSI) de 1993 s'est focalisée sur la réglementation, au niveau européen, des titres financiers et des instruments financiers dérivés. Les produits de base et les instruments dérivés sur produits de base, eu égard à leurs caractéristiques physiques et leurs conditions d'accès au marché évidemment particulières, sont ainsi demeurés « auto-réglementés » par les règles des marchés sur lesquels ils étaient négociés. Il est vrai que certains États membres de l'Union européenne, dont le Royaume-Uni, disposaient déjà, depuis plusieurs années, d'un cadre réglementaire régissant ces instruments.

La proposition de révision de la DSI (ou DSI 2) est la première tentative au niveau de l'Union d'inclure ces instruments au sein du marché unique des services financiers. Cette étape participe de l'exercice plus large destiné à englober dans une directive unique la totalité des services aux investisseurs en harmonisant les réglementations de manière suffisamment poussée pour offrir une protection adéquate. Nous verrons néanmoins que l'« investisseur » n'est pas une figure significative sur le marché des instruments dérivés sur produits de base, et que des arguments relativement sérieux permettent de démon-

trer que le périmètre de la proposition de réglementation est inapproprié.

Cette décision de placer les instruments dérivés sur produits de base dans le champ d'application de la DSI s'est jusqu'ici déroulée en deux temps.

Dans une première phase, les orientations révisées proposées par la Commission en mars 2002 ont cherché à inclure, en tant que service périphérique, « la négociation des produits de base aux fins de permettre le règlement final d'une transaction entreprise dans le cadre d'une activité de base couverte par la DSI ». Sans surprise, cette définition hâtive a provoqué un tollé considérable. Ce projet de révision aurait directement placé les activités de négociation physique de gros ainsi que de négociation de la gestion du risque communément associées aux produits de base et à leurs instruments dérivés dans le champ d'application de la DSI, sans aucune dérogation et sans aucune considération apparente pour les caractéristiques distinctives qui ont traditionnellement isolé les instruments dérivés sur produits de base des autres instruments financiers.

Contrairement aux marchés financiers et aux marchés des titres financiers caractérisés par d'importants volumes de règlement en espèces, les produits dérivés sur produits de base sont un marché professionnel de négociation de gros impliquant une livraison physique du produit de base sous-jacent ou de négociation liée à la gestion des risques de prix. Une des conséquences de ces caractéristiques distinctives a été la prise en charge de ces activités de négociation par des « boutiques » spécialisées sur des marchés spécifiques de produits de base. De tels marchés, incluant les marchés de l'énergie, ne sont pas ouverts aux particuliers, la négociation est soit phy-

sique, soit pour compte propre, et elle se boucle habituellement par une livraison physique. La question est par conséquent d'évaluer s'il était approprié d'imposer le poids entier d'un régime existant réglementant les services financiers aux instruments dérivés sur produits de base, ou s'il serait plus pertinent de mettre en place un régime assoupli pour les marchés de gros, définissant des exigences davantage prudentielles que des règles de conduite détaillées des opérations, et exemptant les livraisons physiques anticipatives et les pratiques de gestion des risques.

La proposition de DSI 2, publiée en novembre dernier, semble aborder tout au moins certains aspects de ces questions à travers des amendements au projet de révision, essayant ainsi de prendre en compte les opérations de spécialistes et de gestion des risques négociées par groupes d'acteurs. Cependant, d'autres problèmes et d'autres questions restent entiers.

LE STATUT D'EXCEPTION DES COURTIER SPÉCIALISÉS

Entre ces deux projets une constante persiste : l'exemption faite à ceux qui négocient « *des instruments financiers pour leur compte propre, à titre accessoire par rapport à leur activité principale, lorsque cette activité principale ne consiste pas en la fourniture de services d'investissements* » (Article 2 du projet de novembre 2002). La Commission affirme qu'elle ne cherche pas à soumettre aux exigences de la DSI les acteurs professionnels qui ne sont ni market makers, ni courtiers. Cependant, aucune clarification n'est donnée sur le sens d'activité « principale » ou « accessoire ». Ainsi dans l'intervalle, il faut présumer que les courtiers physiques qui traitent les instruments dérivés sur produits de base simplement pour se prémunir contre des risques sur leurs biens physiques tombent sous ce statut d'exception. Néanmoins, là encore, il y a des arguments pour considérer la prévention de risque (*hedging*) comme une activité à part entière de l'activité de négociation de produits de base. Comme pour la majeure partie de la Directive, il faut espérer des clarifications futures et détaillées.

Le projet de novembre 2002 de la DSI 2 a affiné sa définition des instruments liés aux produits de base qu'elle réglemente pour inclure les « *contrats d'options et contrats à terme sur [...] produits de base* » ainsi que les « *accords de taux futurs (forward-rate agreements) et tout autre contrat dérivé prévoyant un règlement en espèces, déterminé par référence [...] au prix de produits de base* ». Il y a également clairement eu tentative d'inclure des exceptions relatives aux caractéristiques uniques de la négociation de produits de base en plus de l'exemption octroyée aux « *activités accessoires* ».

L'Article 2 de la Directive qui est encore en projet établit ainsi que la DSI 2 ne s'appliquera pas aux : « *entreprises qui fournissent des services d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère* », ainsi qu'aux « *entreprises dont l'activité principale, considérée sur une base consolidée, consiste à négocier pour compte propre des instruments dérivés sur produits de base* ». L'effet cumulatif de ces définitions et exemptions signifie que les contrats donnant lieu à une livraison physique et réglés en espèces avant leur maturité ne tombent pas dans le périmètre de la DSI 2.

DES ÉQUIVOQUES PERSISTENT

Des ambiguïtés demeurent néanmoins à bien des égards. Bien que la Directive reconnaisse que les courtiers spécialisés dans les produits de base n'ont pas, à ce jour, présenté de risques systémiques ou prudentiels notables, et que, de ce fait, ils ne sont pas sujets à une régulation complète de leur activité, évaluer dans quelle mesure une société est un courtier spécialisé dans les matières premières doit être opéré au niveau du groupe ou de manière consolidée. Cette évaluation sur le plan consolidé annule, selon toute vraisemblance, l'intention d'exclure de la directive les courtiers spécialisés quand ceux-ci font partie d'un groupe. Ceci est en effet inévitable dès lors

“Aucune clarification n'est donnée sur le sens d'activité “principale” ou “auxiliaire”.”

...

qu'une fois considérée sous un périmètre consolidé, l'activité principale du groupe ne sera pas de négocier pour compte propre des instruments dérivés sur produits de base.

Le retrait de cette qualification est nécessaire pour atteindre l'objectif affiché par la DSI 2 de ne pas considérer les courtiers spécialisés comme des sociétés d'investissement. En outre, la DSI 2 reste silencieuse sur la manière d'évaluer l'« activité principale » : s'agit-il d'un critère de volume, de revenu ou d'autre chose ? Ce statut d'exception doit être revu deux ans après l'entrée en application de la directive, mais des clarifications préalables seraient très utiles.

La non-application de la DSI 2 aux sociétés opérant exclusivement pour d'autres sociétés du groupe a été précisée dans le but de ne pas placer dans le champ de la directive les activités proprement dites de gestion des risques. Cette exception aussi est ambiguë. Le texte fait référence à la fourniture de services exclusivement aux sociétés du groupe. Qu'arrivera-t-il de ce fait à une société d'un groupe qui négocie avec un tiers et couvre l'exposition de cette opération via un contrat *back-to-back* avec une autre société de son propre groupe ? Selon les termes actuels, il est peu probable que cette activité soit exemptée du cadre de la réglementation, mais son objectif est pourtant celui-là même que la DSI ne veut pas réglementer, à savoir la pure gestion des risques.

Une autre question objet de controverses est l'application des exigences réglementaires en termes d'adéquation de capital aux activités de négociation des instruments dérivés sur produits de base, considérées comme des services d'investissement par la DSI. Les autorités compétentes devront s'assurer que les sociétés autorisées ont à la fois le capital initial et courant répondant aux exigences de la directive sur l'adéquation du capital. La nécessité de mobiliser du capital réglementaire affectera sans aucun doute les

sociétés les plus petites qui n'ont pas auparavant été soumises à ce type d'exigence, bien que cela soit à nuancer dans le cas d'opérations d'envergure et pour les sociétés faisant partie d'un groupe intégré de services financiers.

Cependant, comme le courtier en produits de base moyen constitue une faible menace prudentielle, il est difficile de comprendre les raisons pour lesquelles toutes les exigences de capital réglementaire devraient être imposées.

LA DSI 2 ENVISAGE UNE EXCEPTION À LA DIRECTIVE SUR L'ADÉQUATION DU CAPITAL

La DSI 2 envisage une exception à la directive sur l'adéquation du capital afin de clarifier que les sociétés d'investissement dont le seul service est le conseil en investissement ne sont pas soumises à ces exigences si elles souscrivent une police d'assurance de responsabilité professionnelle – une exemption similaire pour les courtiers spécialisés en produits de base apparaîtrait en ce sens défendable. Dans sa réponse aux orientations révisées de la commission, le Royaume-Uni a manifesté des « réserves considérables » sur l'application de ces exigences de capital au conseil en investissement et aux produits de base. Les commentaires sur le conseil en investissement ont été acceptés, et il reste à voir si les produits de base sortiront de la prochaine version de la directive.

Ces difficultés doivent, cependant, être mises en balance avec l'intérêt que représente l'inclusion des instruments dérivés sur produits de base au sein du passeport. En l'absence de libéralisation, nous sommes tous conscients que chaque État membre peut et impose ses propres règles, qui se révèlent souvent être des barrières à la négociation transfrontières, et qu'en théorie tout au moins, un passeport DSI devrait offrir une solution à de telles entraves. Ceci doit toutefois s'accompagner d'un régime réglementaire approprié à la nature professionnelle et de gros du marché, et à l'absence de toute implication de ces « investisseurs » auxquels la DSI 2 fait référence et qu'elle entend protéger. ■

Traduit de l'anglais par A. D.

“Est-il plus approprié d'imposer le poids entier d'un régime existant réglementant les services financiers aux dérivés sur produits de base ou un régime assoupli pour les marchés de gros ?”