

« Il y a entre les banques et les non-banques une cause commune »

La Futures and options association (FOA) représente les professionnels anglo-saxons des marchés des dérivés, bancaires et non bancaires. Le président de cette association, correspondante régulière des consultations de la Commission européenne, et membre actif du forum sur les services financiers du Parlement européen, veut promouvoir la convergence sur l'inclusion des dérivés de matières premières sous la DSI.

■ Que pensez-vous du statut d'exception créé par la DSI pour les sociétés de trading sur matières premières ?

Sur le principe, il doit, cela va de soi, y avoir les mêmes règles pour tout le monde. Mais cela suppose que tous les acteurs soient sur le même pied d'égalité. L'expression consacrée par l'industrie est de savoir s'il faut « égaliser le terrain de jeu » (« *to level the playing field* »).

Cet argument se vérifie jusqu'à un certain point, mais le fait est que si les « joueurs » suivent les mêmes règles du jeu, leurs physiques et leurs rôles différents supposent des vêtements et des équipements différenciés. « Une taille ne va pas à tout le monde » (« *one size does not fit all* ») et ceci est admis par la Commission européenne.

■ Concrètement qu'entend-on par « égaliser le terrain de jeu » ?

Il y a trois ingrédients de base : les règles de marché qui doivent être les mêmes pour tous les participants, les pratiques de marché, qui bien qu'en grande partie les mêmes, sont différentes entre marché de gros et marché de détail, et enfin les règles de capital ou prudentielles, différenciées selon le risque perçu de l'activité de services financiers ou de l'instrument.

Les participants gèrent différents types d'actifs. Ceci signifie que l'impact de règles de capital identiques variera, parfois de manière significative et inéquitable, d'un participant à un autre.

Les banques, par exemple, détiennent et manipulent d'importants volumes d'espèces, de quasi-monnaie et d'actifs liquides, alors que les sociétés de matières premières négocient des matières physiques et souvent investissent dans des actifs très illiquides comme les pipelines et les raffineries. Les règles existantes en matière de capital réglementaire ont été définies pour les banques et les entreprises d'investissement, pas pour les entreprises non bancaires. Bien sûr, un traitement réglementaire différencié ne doit pas être si « léger » qu'il désavantagerait un groupe de participants par rapport à un autre groupe. Ceci dit, le test d'équité ne porte pas sur la similitude des règles : la question est celle du caractère adéquat, approprié, de proportionnalité et d'équivalence dans l'impact de ces règles, un fois confrontées au risque réel.

■ Pourquoi cette exemption des courtiers est-elle si controversée, si la majorité d'entre eux est aujourd'hui affiliée aux banques ?



ANTHONY BELCHAMBERS
Président
Futures and Options Association

“L’harmonisation réglementaire ne s’atteint pas par l’alignement des marchés de matières premières sur les marchés financiers.”

Tous les participants souhaitent une réglementation proportionnelle et adéquate, qu’il s’agisse des banques ou de leurs sociétés affiliées non bancaires. Il existe également des groupes de matières premières significatifs qui ne sont pas affiliés aux banques. Dans tous les cas, même si nous parlons d’une minorité de courtiers, cela serait profondément inquiétant si les régulateurs les forçaient à appliquer un régime global complètement inapproprié, simplement parce que ce sont des sociétés à faible volume d’activité ou de taille moyenne ou petite, ou une minorité de courtiers.

■ **Que pensez-vous de la position des banques opposées à ce statut ?**

Tout d’abord, je ne suis pas sûr que toutes les banques françaises partagent ce point de vue. Chaque opérateur travaille sur ce marché à travers différentes structures et l’impact de ces normes sera différent en fonction de cette structure.

Il est important ensuite de noter que nous n’argumentons pas contre le principe d’une provision minimale de capital, mais plutôt pour que le niveau de cette provision soit adapté à chaque participant de manière juste et proportionnelle.

En réalité, tant qu’aucun résultats d’étude n’est connu, il est impossible de tirer quelque conclusion que ce soit pour déterminer si oui ou non d’un statut réglementaire différencié pour les courtiers physiques découlerait un avantage compétitif inéquitable pour ces participants, ou provoquerait un second Enron. Les banques devraient pouvoir tirer avantage, par exemple, d’exigences de couverture de risques plus pertinentes concernant les expositions sur matières premières, de règles de compensation étendues entre actifs, ou d’une approche libérale concernant le type d’actif pouvant être pris en compte comme collatéral.

■ **Est-ce à dire finalement que les deux positions se rejoignent dans le rejet du texte actuel ?**

De mon point de vue, il y a entre les banques et les non-banques une cause commune, dans la mesure où les deux groupes soutiennent le principe d’une réglementation fondée sur une mesure

précise du risque réel sans « crainte ni partialité » (« *fear or favor* »). Parfois, néanmoins, la réglementation a besoin d’être tempérée afin d’assurer qu’il n’y a pas d’impact disproportionné sur les participants. Bien entendu, toute société qui demandera le passeport européen pour ses activités devra être capitalisée de manière suffisante et contrôlée, car les autorités compétentes autorisant l’utilisation du passeport dans leur périmètre devront être assurées que tout opérateur exerçant cette facilité satisfait les standards minimaux admissibles.

Cependant, interdire aux sociétés de participer aux marchés en raison de barrières capitalistiques excessives n’est pas en faveur de la liquidité et de la participation, particulièrement dans le contexte de la priorité politique donnée à la libéralisation des marchés européens du gaz et de l’électricité.

■ **Quelle est la position des bourses sur ce sujet ?**

Les bourses, à juste titre, sont attachées à ce que leur passeport européen, qui leur permet de placer des écrans à travers les États membres de l’Union, soit applicable à leurs contrats de dérivés de matières premières. En ce sens, nous pouvons tous faire cause commune. Il est dans l’intérêt des bourses autant que de ceux des participants que les obstacles capitalistiques établis par les régulateurs pour traiter sur leur marché n’entraînent pas une réduction de l’utilisation de leur plate-forme par ces utilisateurs. Après tout, cela ne servirait à rien d’avoir le droit de placer des écrans à travers l’Europe, si le coût du courtage est si élevé que toute participation et la liquidité du marché s’en trouve réduite.

■ **Quelle marge de manœuvre reste-t-il pour modifier le texte ?**

Il faut mettre à profit l’exemption de deux ans offerte aux courtiers de matières premières pour examiner l’impact de ce nouveau cadre réglementaire, particulièrement concernant la directive d’adéquation du capital.

La mise en place du principe de Lamfalussy obéit au souci d’élaborer une réglementation proportionnelle et à celui d’une consultation juste de tous les opérateurs. L’inclusion des matières pre-

...

Impact des ratios de capital réglementaire sur les courtiers de matières premières

La FOA a publié en juillet dernier les résultats d'une étude d'impact des exigences de capital réglementaire (application de la *Capital adequacy directive* - CAD) sur les courtiers physiques, suite à l'inclusion des dérivés de matières premières dans la DSI.

• Panel

Sur les quinze sociétés contactées, trois ont donné suite. La première est une société de courtage de matières premières, utilisant les dérivés de *commodities* pour couvrir ses positions; le courtage « spéculatif » représentant moins de 5 % de ses opérations. La deuxième société est une société européenne d'énergie utilisant les dérivés pour des besoins de couverture. La troisième est une société de courtage de produits agricoles, utilisant les dérivés comme des contrats de couverture pour d'autres sociétés de son groupe, implantées principalement en dehors de la Communauté européenne.

À noter que parmi les sociétés approchées par la FOA pour conduire cette étude, un nombre significatif ne connaissait pas l'inclusion potentielle d'une partie de leur activité sous la DSI, ce qui signifie « *qu'une consultation plus large sur ces questions est nécessaire, incluant notamment les associations clés de trading de matières premières en Europe et leurs membres* ».

• Méthode utilisée

L'approche utilisée pour étudier l'impact en termes de capital de l'inclusion dans la DSI des dérivés de matières premières est les règles appliquées par la FSA (*Financial services authority*), en conformité avec les ratios de la *Capital adequacy directive*. Les changements qui pourraient résulter des implications du nouvel Accord de Bâle « *ne réduiraient pas de manière significative le niveau du capital exigible, et entraîneraient en réalité une augmentation* », selon la FOA.

• Résultats

Les sociétés réglementées de type bancaire maintiennent généralement un ratio prudentiel compris entre 115 % et 120 % de leurs fonds propres. Aucune des sociétés étudiées n'a le capital suffisant pour remplir les exigences de capital réglementaire de la FSA (tableau 1).

Les fonds propres de ces courtiers sont insuffisants (tableau 2) :

- pour la société A : en raison d'un niveau élevé de capitaux exigibles sur ses positions en matières premières ;
- pour la société B : en raison d'un niveau élevé de capitaux exigibles sur ses positions en matières premières (contrats OTC) et spéculatives, ses risques de contreparties, et sur ses actifs illiquides parce qu'elle détient des investissements dans des filiales et des titres à long terme de sociétés du groupe ;
- pour la société C : en raison d'un niveau élevé de capitaux exigibles sur ses positions car non couvertes (rôle de couverture pour les autres sociétés du groupe) et d'un niveau élevé de titres non négociables au titre de capitaux exigibles complémentaires.

La conclusion générale est qu'« aucune des sociétés incluses dans cette analyse ne disposerait du capital courant suffisant pour répondre aux exigences de la *Capital adequacy directive* ». Ni une réorganisation du groupe, ni un changement de stratégie de *trading* ou de couverture ne permettrait de remplir ces exigences : « *leurs ressources en capital demeureraient déficitaires* ».

Par ailleurs, les implications en termes de coûts pour répondre à ces exigences seraient « sérieuses », sans compter les répercussions sur les coûts finaux, et les conséquences afférentes en termes de participation et de liquidité du marché.

La FOA reconnaît que cela pourrait être pour certaines autorités réglementaires la preuve que ces sociétés démontrent « *un degré inacceptable de sous-capitalisation* », mais on ne peut déduire cela « *qu'après une analyse plus large du caractère ou non proportionnel et approprié de la directive non amendée sur ces sociétés* ».

Source : FOA.

A. D.

1. Rapport des ressources financières aux capitaux exigibles

	Société A	Société B	Société C
Capitaux propres en pourcentage des ressources exigibles (le pourcentage requis serait supérieur à 100 %)	52 %	6 %	3 %

2. Catégories des capitaux exigibles

	Société A	Société B	Société C
Risques sur positions ¹	96 %	43,4 %	24 %
Risques de contreparties ²	0,3 %	46,8 %	0,2 %
Risques de positions sur change ³	3,5 %	0,4 %	
Risques de concentration des expositions ⁴		0,1 %	
Capitaux exigibles de base ⁵	0,2 %		
Capitaux exigibles complémentaires (secondaires) au titre des actifs illiquides ⁶		9,3 %	75,8 %

¹ PRR : position risk requirement.

² CRR : counterparty risk requirement.

³ FER : Foreign exchange requirement.

⁴ LER : Large exposure requirement.

⁵ Base Requirement.

⁶ Secondary Requirement.

- mières dans la réglementation fera entrer de manière inévitable différents types d'organisations, et de nouveaux types de produits sous la réglementation des services financiers.

Se conformer au principe de Lamfalussy suppose qu'il y ait une large consultation sur l'impact des directives qui ne sont pas (contrairement à la DSI) soumises à la consultation, mais qui (comme la directive sur le capital réglementaire) s'appliqueront de manière automatique à une nouvelle classe de produits et à de nouvelles catégories de participants. De mon point de vue, la clause de révision définie à l'article 60 (2) de la DSI envisage un tel procédé.

■ Quelles sont les propositions susceptibles d'aboutir ?

Certaines modifications, si elles sont adoptées, seront valables pour tous les participants (à savoir les exigences d'expositions aux risques) ; d'autres, même si elles sont applicables à tous les acteurs, devraient avantager seulement certains types de participants (si les matières premières physiques deviennent, une fois évaluées à leur valeur de couverture, un collatéral acceptable, les bénéficiaires principaux seront les groupes de matières premières qui négocient dans ces sous-jacents) ; d'autres encore seront définies selon l'idée que les risques systémiques, dans certains types de matières premières, sont moindres que sur les marchés interbancaires ou les opérations purement financières.

Il y a une chose sur laquelle nous devons être très clairs. Les grands groupes de matières premières qui exigent le passeport européen pour leurs opérations transfrontières à l'intérieur de l'Union et sont à même d'apporter suffisamment de liquidités aux marchés nouvellement libéralisés du gaz et de l'électricité ne cherchent pas à profiter d'un quelconque statut exceptionnel par lequel ils ne seraient pas régulés. Comme je l'ai indiqué, la question est uniquement d'unifier l'impact de la réglementation dans un sens équitable fondamentalement à toutes les différentes catégories de sociétés de courtage.

■ Quel est votre plan d'action ?

Nous sommes en train de mettre en

place un groupe de travail qui inclura une section transversale complète de toutes les catégories de participants bancaires et non bancaires du marché, et qui, de fait, sera représentative des différents types de marchés fondamentaux de matières premières (à savoir produits agricoles, métaux, électricité et gaz) afin d'évaluer l'impact des règles en matière de capital réglementaire et d'autres directives prudentielles. Mais tout examen minutieux sera extrêmement coûteux et nous avons besoin d'être sûrs avant tout qu'il existe, d'une part, un réel soutien des membres et d'autre part, que toute proposition issue de ce groupe de travail sera prise dûment en considération.

■ Si aucune modification n'est prise en compte, doit-on s'attendre à un déplacement du marché et des grands courtiers vers un espace dérégulé comme les États-Unis ?

Si le statut d'exemption créé pour les courtiers était maintenu, cela serait favorable aux sociétés domestiques qui n'ont pas besoin de passeport européen, parce qu'elles opèrent sous les réglementations internes de leur marché intérieur. Si, néanmoins, les règles domestiques deviennent disproportionnées ou excessivement coûteuses, ces courtiers pourront décider de réduire leurs activités de courtage. D'autres répercuteront simplement ces augmentations sur le coût final aux clients.

La situation est différente pour les grands groupes de matières premières. S'ils souhaitent être fournisseurs de liquidités à travers l'Europe et s'ils n'ont pas l'opportunité d'accéder à un passeport rentable pour leurs activités de courtage transfrontières, l'impact serait majeur pour leurs coûts de négociation, leur politique de risque et pour les marchés européens.

En fin de compte, tout est une question de logique économique. S'il y a une différence significative entre négocier à travers l'Europe et négocier aux États-Unis, oui, les participants tendront à concentrer leurs activités là où les coûts de courtage sont plus faibles et la liquidité supérieure. Sans oublier une implication supplémentaire en termes de compétitivité : si les grands groupes non

“Nous sommes en train de mettre en place un groupe de travail d'acteurs bancaires et non bancaires.”

bancaires sont assujettis à des réglementations inadéquates, ils s'estimeront significativement désavantagés par rapport à leurs concurrents de juridictions non européennes qui, eux, ne voudront pas être soumis à ces mêmes règles. Ceci pourrait entraîner la migration du marché international de l'Europe, par exemple, vers les États-Unis.

■ Au-delà des questions réglementaires, assimiler le marché des matières premières aux marchés financiers n'aura-t-il pas des conséquences irrémédiables ?

Une fois encore, tout est question de proportionnalité. Il y a un certain nombre de principes cadres et de blocs de règles fondamentales communes à tous les marchés. Par exemple, les procédures d'arbitrage, les règles de surveillance, les critères d'adhésion, les procédures de réclamations, et certaines des règles en matière d'abus de marché.

D'un autre côté, le produit sous-jacent est une matière première et non un instrument financier, ce qui implique des différences significatives en termes de procédures et de mécanismes de stoc-

kage, de distribution et de règlement. Plus, comme il a été souvent argumenté par le passé, appliquer des règles de divulgation d'information anti-initiés (*anti-insider information rules*) à des marchés où il n'y a pas d'obligation d'information est un non sens économique. Heureusement la directive « *Market abuse* » reconnaît les spécificités de ces marchés dans la mesure où les clauses correspondent aux « pratiques acceptables du marché » (« *accepted market practices* »).

L'harmonisation réglementaire ne s'atteint pas en essayant d'aligner des marchés de matières premières avec les marchés financiers, ou en essayant d'aligner différents marchés au sein de chaque État, mais plutôt en alignant des marchés de matières premières similaires négociant des produits similaires. Dans tous les cas, le principe permanent doit être que la conduite de l'harmonisation réglementaire ne doit pas conduire à des exigences et des pratiques de marché faussées, inappropriées à chacun des marchés et à leurs utilisateurs. ■

Propos recueillis par Anne Drif

“Tout examen minutieux sera extrêmement coûteux et nous avons besoin d’être sûrs que toute proposition issue de ce groupe de travail sera prise dûment en considération par les instances européennes.”