

# Dérivés sur produits de base : pourquoi en faire des instruments financiers au sens de la DSI ?

**D'instruments de couverture d'actifs physiques** aux volumes négociés limités, les dérivés sur produits de base sont devenus des instruments de diversification des placements financiers et de stratégie d'arbitrage. En quoi dans ce cas seraient-ils éligibles à un régime différent des instruments financiers ?



**DOMINIQUE DEPRAS**

Directeur  
Infrastructures de marché

Association française  
des entreprises  
d'investissement

SI L'ON EFFECTUE UN BREF RETOUR EN arrière, force est de constater que les instruments dérivés sur produits de base ont une origine beaucoup plus ancienne que les produits dits «financiers». Les premiers contrats dérivés ont en effet d'abord été conçus pour des produits agricoles. Lors de sa création en 1848, le CBOT (*Chicago Board of Trade*) lançait les premiers contrats à terme sur matières premières dont le blé et le maïs. À l'époque, il s'agissait de permettre aux producteurs de se prémunir contre toute chute importante des prix lors des récoltes, les contrats à terme permettant de fixer, avant celles-ci, un prix de protection.

Il a fallu attendre 1972 pour que le CME (*Chicago Mercantile Exchange*), marché à terme créé en 1898 sous le nom de *Chicago Butter and Egg Board*, spécialisé jusqu'alors lui aussi sur les produits agricoles, débute la cotation à terme de devises. Suivront ensuite des contrats devenus depuis des contrats de

référence internationale dont les caractéristiques seront reprises et adaptées aux autres contrats de taux : le US T.Bond à trente ans développé par le CBOT en 1975, puis en 1981 le premier contrat sur instrument du marché monétaire, l'Euro \$ à trois mois.

## L'INTRODUCTION DU RÈGLEMENT PAR DIFFÉRENCE, FACTEUR D'ESSOR

La nouveauté de l'Euro \$ à trois mois, outre qu'il était le premier contrat dérivé dont l'instrument sous-jacent était le marché monétaire à trois mois, était de permettre pour la première fois un règlement en espèces à son échéance, et ainsi d'éviter le risque de «corner», c'est-à-dire d'inadéquation entre les engagements tels qu'ils résultent des positions à terme et la disponibilité du sous-jacent sur le marché physique. Avant l'Euro \$ à trois mois, les contrats de dérivés impliquaient, à leur échéance, toujours la livraison physique du sous-jacent.

Ce premier contrat financier avec dé-

noeuement en espèces, va être le point de départ de l'essor sans pareil de produits dérivés sur les instruments financiers monétaires, puis plus tard sur les indices boursiers et les produits sur actions. Utilisés par un grand nombre d'acteurs (banques, institutionnels, entreprises commerciales, fonds de retraite, etc.), ces contrats vont enregistrer des croissances en termes de volumétrie qui surpasseront très largement les volumes réalisés sur les contrats de dérivés sur produits de base.

### **UNE RÉGLEMENTATION DE PLUS EN PLUS DÉVELOPPÉE DES PRODUITS FINANCIERS À TERME**

Les crises boursières et les faillites observées depuis la fin des années quatre-vingt ont incité les différentes autorités à réglementer l'accès et l'utilisation des dérivés sur les produits financiers. Plus particulièrement, l'utilisation sans cesse accrue, et les innovations constantes sur les produits financiers (produits monétaires, obligataires, actions ou indices boursiers) ont incité les autorités européennes à définir pour des raisons de sécurité des marchés (gestion des risques de crédit, risques systémiques), une liste de produits dérivés qui, par leurs caractéristiques, entraînent dans la catégorie des instruments financiers. L'intérêt était que leur utilisation implique des contraintes strictes en termes de normes déclaratives et de ratios financiers à respecter par les intermédiaires intervenant sur ces produits (en leur nom ou pour le compte d'investisseurs) pour éviter tout engagement disproportionné par rapport à leur bilan.

### **LA CROISSANCE DES ENGAGEMENTS SUR PRODUITS DE BASE**

Les produits agricoles sont demeurés longtemps hors de cette liste, leur utilisation étant majoritairement concentrée entre les professionnels de la communauté agricole et industrielle concernés. De plus, les volumes négociés et donc la valeur marchande sous-jacente que représentent ces transactions (une très grande majorité des dérivés sur contrats de marchandises donne lieu à des livraisons physiques à l'échéance), bien qu'importants en termes de pro-

duction physique implicite, présentaient financièrement un risque beaucoup plus limité.

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le développement de l'activité sur les dérivés de produits de base a sensiblement modifié cet état de fait. Ceci est dû à une plus large disponibilité de ces produits, et dans le même temps à l'intervention plus fréquente d'établissements qui ne sont pas des acteurs naturels des produits sous-jacents au titre de couverture de risques dans le cadre d'assurances ou de contrat de financement de projets. Mais c'est aussi la venue de nouveaux acteurs que sont les *hedge funds*, ou, en France, les Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) dont la vocation est de valoriser leurs actifs à partir de produits dérivés. Ces derniers disposent par ce biais d'un spectre plus large de produits, puisque la composante «*commodities*» présente l'avantage d'être fortement décorrélée des instruments financiers classiques.

Les dérivés sur matières premières – où les dérivés sur produits agricoles côtoient désormais des dérivés sur métaux, sur les produits pétroliers, sur l'électricité, etc. – ont enregistré des volumes croissants alors qu'une plus grande diversité d'intervenants les traitent. Pour l'année 2002, sur les vingt produits les plus actifs en termes de volumes négociés sur les différents marchés à travers le monde, la FIA (*Futures Industry Association*) cite en seizième position, avec 45 679 468 contrats, le *future* sur le pétrole brut négocié sur le NYMEX (*New York Mercantile Exchange*).

Une partie non négligeable de l'activité développée sur ces produits dérivés apparaît donc davantage être la représentation d'une diversification des placements financiers ou de nouvelles stratégies d'arbitrage, que comme la couverture de risques pris sur des actifs agricoles, industriels ou énergétiques.

### **QUELLE JUSTIFICATION POUR UN RÉGIME DIFFÉRENT ?**

Doit-on dans ces conditions maintenir un régime différent pour l'utilisation des produits dérivés sur matières premières, par rapport aux produits dérivés

sur «purs» instruments financiers ?

Dès lors que les intervenants considèrent de la même façon chaque catégorie de produit, la réponse est assurément négative. Bien au contraire, il convient, pour des raisons de sécurité des marchés

**“Doit-on maintenir un régime différent pour l'utilisation des produits dérivés sur matières premières par rapport aux produits dérivés sur “purs” instruments financiers ? Dès lors que les intervenants considèrent de la même façon chaque catégorie de produit, la réponse est assurément négative.”**

et de gestion des risques, de les traiter de la même façon. Cela passe par l'élargissement de la liste des instruments financiers prévu par la directive sur les services d'investissement pour y inclure les dérivés sur matières premières.

Cette proposition d'intégration ne doit toutefois retenir que les instruments dont les caractéristiques permettent leur «assimilation» à des instruments financiers : en l'occurrence, les contrats négociés sur un marché réglementé bénéficiant d'un mécanisme de compensation quotidien.

#### **LA PRISE EN COMPTE DE CERTAINES SPÉCIFICITÉS**

Mais en ajoutant ces nouveaux produits à la liste des instruments financiers de la DSI, il convient de veiller à ne pas déstabiliser la liquidité des marchés de produits de base par des contraintes excessives qui seraient imposées aux intervenants dont certains, structures de négociation de groupes industriels ou commerciaux, sont des acteurs tout à fait majeurs. Cela signifie qu'ils doivent bénéficier d'exemptions par rapport à certaines des règles qui pèsent sur les établissements financiers.

Sur ce plan, il ne saurait être invo-

qué le principe «Même métier, mêmes contraintes». Si un établissement financier est tenu, pour réaliser des interventions sur les marchés dérivés, de présenter des ratios de liquidité et de solvabilité qui se fondent sur ses ressources premières, il n'en va pas de même pour des entreprises d'origine industrielle ou commerciale. Ces dernières devraient, à contrainte égale, élaborer des programmes de financement pouvant s'avérer coûteux pour des engagements en relation directe avec leurs activités, sans avoir, en l'état actuel de la réglementation, la capacité de valoriser leurs stocks pour atteindre les ratios imposés de solvabilité.

C'est pour cette raison que la nouvelle DSI, dans son projet de révision, propose de fixer pour ces intervenants spécifiques une exemption de ces obligations pour une période de deux ans à partir de sa date d'entrée en vigueur. Une révision sera alors conduite au vu de leurs spécificités et besoins, pour adapter les normes prudentielles et les contraintes réglementaires.

Globalement, la proposition d'ajouter des dérivés sur matières premières dans la liste des instruments financiers définie par la DSI se justifie par la nécessité d'accompagner la libéralisation de secteurs publics et/ou monopolistiques. Elle permettra d'offrir aux investisseurs, dans des conditions harmonisées sur l'ensemble du territoire européen, un éventail plus large de produits tout en lui permettant de bénéficier de mesures de sécurité générale des marchés et de gestion des risques les plus complets et efficaces possibles. Elle doit cependant, par une définition appropriée des critères d'application, permettre à des acteurs exclus du champ d'application de la DSI de maintenir leurs activités pour le bon développement de la liquidité et de la transparence des produits nouvellement inscrits dans cette liste des instruments financiers. ■



**JEAN-MARC BONNEFOUS**

*Responsable mondial des dérivés  
sur matières premières (New York)*

**BNP Paribas**

« Il est clair que les conditions de la concurrence seraient mieux garanties si les intervenants étaient tous soumis aux mêmes ratios réglementaires prudentiels, comme le veut l'esprit de la directive. Les questions qui restent néanmoins en suspens sont celle de la pertinence d'une exemption, peut-être temporaire, pour les négociants de matières premières qui opèrent hors du secteur bancaire, et par ailleurs celle de la définition du seuil de cette exemption, si elle est retenue. En tout état de cause, un tel régime transitoire et temporaire devrait sans doute être réservé aux intervenants qui ne sont pas eux-mêmes des *market-makers* et aux autres sociétés de négoce qui ne sont pas actives dans le marché des dérivés de matières premières à titre principal, afin de garantir un environnement de concurrence équilibré et réduire le risque systémique de crédit.

La stratégie des banques européennes spécialisées dans les matières premières n'est pas de remplacer les intervenants traditionnels dans le domaine physique, mais d'apporter à leurs clients une compétence spécifique en gestion des risques et produits structurés optionnels ou de financements avec couverture de prix. À ce titre leur présence restera secondaire mais leur intervention devrait améliorer les conditions de fonctionnement du marché, non seulement parce que les activités bancaires sont régulées plus strictement que les marchés physiques, mais également parce que les banques vont supporter le développement du compartiment purement financier des dérivés gaz et électricité, encore peu développé à ce jour. »