

QUELS AXES DE REFLEXION POUR UNE MEILLEURE REGULATION AU PLAN INTERNATIONAL DES MARCHES DE MATIERES PREMIERES ?

Contribution des professionnels de marché à la réflexion que mène le G20

1. Un axe de travail du G20 au cours des mois qui viennent. A la fin du mois d'août, soulignant que « *seul le G20 dispose du poids spécifique, de la légitimité et de la capacité de décision nécessaires pour donner les impulsions indispensables aux chantiers de l'avenir* », le Président de la République faisait part de son intention d'inscrire à l'ordre du jour de cette instance présidée par la France depuis le 12 novembre, la question de l'organisation des marchés de dérivés de matières premières¹. Particulièrement en ce qui concerne les produits agricoles et le pétrole, la volonté du Chef de l'Etat est d'examiner les conditions de fonctionnement de ces marchés, notamment au regard des problématiques suscitées par la volatilité des prix des actifs sous-jacents, en vue de définir les grands éléments du cadre de régulation qui devrait leur être applicable ainsi qu'à leurs intervenants.

Prolongeant et accentuant une orientation déterminée un an plus tôt à l'occasion du Sommet de Pittsburgh², les dirigeants du G20, réunis lors du Sommet de Séoul de mi-novembre, ont entériné cette axe d'action³ : « *Building on our achievements to date, we have agreed (...) further work on regulation and supervision of commodity derivatives market* », appelant par ailleurs « *on IOSCO's taskforce on commodity futures markets to report to the FSB for consideration of next steps in April 2011 on its important work* ».

2. Des professionnels de marché qui souhaitent apporter leur contribution. L'AMAFI représente les acteurs de marchés financiers installés en France qu'ils opèrent pour compte de clients ou pour compte propre sur les différents segments de marché (actions, taux et dérivés), ou qu'ils soient des infrastructures (gestionnaire de système de marché, de compensation, et de règlement livraison). Nombre de ses adhérents étant depuis de nombreuses années particulièrement engagés sur les marchés de dérivés de matières premières (DMP), l'Association s'attache à contribuer activement aux différentes réflexions concernant ces marchés, aux niveaux national, européen et international.

L'AMAFI est donc naturellement très concernée par les travaux entrepris par le G20 en la matière. Ils sont en effet tout à fait centraux par rapport à deux séries d'enjeux :

- La première est liée à la compréhension et à l'analyse partagée d'un certain nombre de phénomènes au cœur des évolutions que connaissent les marchés DMP. Si ces évolutions sont

¹ Discours prononcé lors de la XVIIIème Conférence des Ambassadeurs, le 25 août 2010.

² « *Improve regulatory oversight of energy markets by implementing the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) recommendations on commodity futures markets and calling on relevant regulators to collect data on large concentrations of trader positions on oil in our national commodities futures markets. We ask our relevant regulators to report back at our next meeting on progress towards implementation. We will direct relevant regulators to also collect related data on over-the-counter oil markets and to take steps to combat market manipulation leading to excessive price volatility. We call for further refinement and improvement of commodity market information, including through the publication of more detailed and disaggregated data, coordinated as far as possible internationally. We ask IOSCO to help national governments design and implement these policies, conduct further analysis including with regard to excessive volatility, make specific recommendations, and to report regularly on our progress* », Leaders' statement, The Pittsburgh summit, September 24-25 2009.

³ The G20 Seoul summit – Leaders' declaration, November 11 - 12 2010; the Seoul summit document.

importantes, et parfois de nature à paraître caractériser des dysfonctionnements qui focalisent de ce fait une attention soutenue des gouvernements et de l'opinion publique, il est cependant indispensable de bien en analyser les sous-jacents, ainsi que les tendances de fond à l'œuvre qu'ils traduisent, pour adapter précisément les réponses de régulation à apporter.

- La seconde série d'enjeux a trait à l'intérêt, voire même à la nécessité d'un cadre de régulation plus développé et, internationalement, plus harmonisé des marchés DMP, pour lequel l'impulsion donnée par le G20 est, comme l'a souligné le Président de la République, tout à fait essentielle.

3. Une régulation indispensable. Loin de l'image que certains cherchent parfois à attacher génériquement aux acteurs financiers, les professionnels de marché représentés par l'AMAFI ont toujours considéré que les marchés ne peuvent se développer harmonieusement et servir avec efficacité les agents économiques à la recherche de financements, de placements ou d'instruments de couverture de leurs risques qu'en étant soumis à certaines règles.

L'objectif premier de celles-ci est de susciter la confiance sans laquelle les marchés ne peuvent convenablement assumer leur rôle d'interface entre ces différentes catégories d'utilisateurs. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, au moment même où la crise financière était à son paroxysme, en novembre 2008, que l'AMAFI a souligné les grands éléments autour desquels il lui paraissait prioritaire d'articuler, au plan des marchés, la réforme du système financier mondial⁴, ces éléments trouvant naturellement vocation à s'appliquer également aux marchés DMP avec les adaptations nécessaires (v. infra § 42).

4. Un enjeu fort au regard des spécificités des marchés DMP. L'enjeu que constitue la question de l'encadrement des marchés DMP est fort. Il s'articule autour de trois grands axes :

- Il est d'abord lié à l'importance que représentent ces marchés pour les acteurs industriels, commerciaux et agricoles (dénommés dans la suite de ce document « Utilisateurs Finaux ») qui les utilisent pour couvrir des risques particulièrement fondamentaux liés au cœur de leur activité ;
- Mais cet enjeu est aussi celui des interactions complexes, et très différentes de celles rencontrées habituellement sur les marchés financiers, qu'entretiennent les marchés DMP avec les marchés physiques sous-jacents ;
- Enfin, l'enjeu est, dans un domaine où la plupart du temps sont particulièrement prégnantes les problématiques de souveraineté nationale et de sécurité d'approvisionnement, de rechercher les axes de régulation autour desquels le G20 est susceptible de parvenir à des accords sans lesquels il n'y aura pas de mise en œuvre harmonisée par chaque Etat concerné⁵ des instruments juridiques indispensables pour rendre effectives les décisions arrêtées.

5. Un sujet qui a déjà donné lieu à de nombreux travaux, y compris en France. Dans ce contexte, il n'est pas possible d'ignorer les travaux très importants et approfondis qui ont déjà été menés ou qui sont en cours. C'est le cas au niveau international avec la Task Force on Commodity Futures Markets de IOSCO, coprésidée par la *Commodity Futures Trading Commission* nord-américaine et la *Financial Services Authority* britannique, créée en septembre 2008 et qui rend périodiquement compte de ses travaux au G20. C'est également le cas aux Etats-Unis où, dans le prolongement du *Dodd-Frank Act* du 21 juillet 2010, la CFTC est en train de revoir en profondeur le cadre applicable aux marchés DMP qu'elle supervise et à leurs acteurs.

⁴ Réforme du système financier international – Analyses et propositions de l'AMAFI (AMAFI / 08-51, 20 nov. 2008).

⁵ Ou communauté d'Etats dans le cas de l'Europe.

Au niveau français ensuite, de nombreuses réflexions ont déjà été conduites, sur la base desquelles le Gouvernement s'attache d'ailleurs aujourd'hui à promouvoir une action ambitieuse au niveau européen, pour laquelle des premières orientations ont été récemment révélées par la Commission européenne. Parmi les travaux de référence les plus récents menés en France, on retiendra particulièrement :

- Le rapport du groupe de travail sur la volatilité du prix du pétrole animé par M. Chevalier, rendu en février 2010 ;
- Le rapport de la mission confiée à M. Prada sur la régulation des marchés de CO2, rendu en avril 2010 ;
- La contribution française au débat européen adressée par les Ministres de l'écologie, de l'économie et de l'agriculture à M. Barnier à la fin du mois d'août ;
- Le rapport d'étape « Prévenir et gérer l'instabilité des marchés agricoles » de MM. Jouyet, de Boissieu et Guillon, établi en septembre 2010 ;
- Les deux notes publiées en janvier 2011 par le Centre d'analyse stratégique placé auprès du Premier Ministre sur la volatilité du prix des matières premières, dont l'une est spécifique à la problématique agricole.

6. Une contribution dont l'ambition se veut réaliste, pragmatique et constructive. Dans ce contexte où beaucoup a déjà été fait, et de manière souvent très approfondie, l'ambition de la contribution que matérialise le présent document, reste nécessairement mesurée. Il s'agit d'abord, dans une démarche qui se veut réaliste, pragmatique et constructive, de fournir une vision synthétique des éléments de réflexion et des pistes d'action qui apparaissent prioritairement importantes aux professionnels des marchés DMP que représente l'AMAFI.

L'apport de cette contribution est directement lié à la connaissance et à l'expérience acquises par les personnes ayant participé à son élaboration (*v. Annexes 1*). Depuis de nombreuses années déjà, bien avant en tous cas que les marchés DMP ne focalisent l'attention dont ils sont dorénavant l'objet, leurs établissements participent en effet au développement de ces marchés, notamment en y fournissant des services importants pour leur bon fonctionnement et la satisfaction des besoins des Utilisateurs Finaux. Au cours des mois qui viennent, en lien avec l'avancement des réflexions du G20, cette contribution pourra être développée et précisée sur les axes qui auront été retenus par les décideurs politiques.

Mais avant de présenter les douze axes d'action autour desquels l'AMAFI estime que, de façon prioritaire ou sur une échéance de moyen terme, les travaux du G20 devraient plus particulièrement se concentrer, un certain nombre d'éléments de contexte propres aux marchés DMP méritent d'être rappelés synthétiquement, en tentant à cette occasion de les mettre en perspective.



SOMMAIRE

SYNTHESE	6
DES MARCHES DE DERIVES DE MATIERES PREMIERES QUI S'INCRIVENT DANS UN CONTEXTE TRES SPECIFIQUE	10
Des marchés historiquement très anciens dont une part importante échappe à la régulation	10
Des sous-jacents multiples sous une appellation générique	14
Des sous-jacents dont l'offre est soumise à certains déterminants.....	15
Une information sur les marchés sous-jacents qui reste insuffisante par rapport à ce qu'exige le bon fonctionnement d'un marché DMP.....	17
Des marchés DMP confrontés à des enjeux de stockage, de livraison et de qualité.....	19
Des marchés DMP qui aujourd'hui attirent les investisseurs financiers	21
Mais une « financiarisation » des marchés DMP dont il reste à établir les conséquences négatives.....	23
DOUZE AXES D'ACTION QU'IL EST PROPOSE AU G20 DE PRIVILEGIER	25
Une régulation plus précise est nécessaire mais son calibrage doit prendre en compte différents facteurs	26
AXE PRIORITAIRE N° 1 : Missionner directement le Conseil de la Stabilité Financière en tant qu'instance de pilotage de haut niveau	27
AXE PRIORITAIRE N° 2 : Définir les Matières Premières Essentielles pour lesquelles l'application du nouveau cadre de régulation est prioritairement importante	28
AXE PRIORITAIRE N° 3 : Assurer une transparence a minima et de qualité sur certaines données propres aux marchés physiques	29
AXE PRIORITAIRE N° 4 : Définir les conditions dans lesquelles les <i>forwards</i> entrent dans la catégorie des DMP	31
AXE PRIORITAIRE N° 5 : Donner les moyens aux régulateurs de bien appréhender les intervenants et les opérations.....	32
AXE DE MOYEN TERME N° 6 : S'appuyer sur la connaissance acquise pour préciser les obligations de transparence propres aux marchés DMP de gré-à-gré.....	34
AXE PRIORITAIRE N° 7 : Donner aux régulateurs des moyens d'action au travers des limites de position mais dont l'utilisation doit être mesurée	35
AXE DE MOYEN TERME N° 8 : Développer la compensation sur les DMP	37
AXE DE MOYEN TERME N° 9 : Préciser les conditions dans lesquelles un plus grand recours aux marchés organisés est possible et souhaitable	39
AXE DE MOYEN TERME N° 10 : Approfondir la réflexion sur les conditions de mise en place d'un cadre ad hoc permettant la répression des abus de marché.....	40

AXE DE MOYEN TERME N° 11 : Analyser l'influence éventuelle des ETF dans les phénomènes de volatilité	40
AXE PRIORITAIRE N° 12 : Soutenir le travail de révision des règles de comptabilisation applicables aux Utilisateurs Finaux	41
ANNEXE 1 COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL	42
ANNEXE 2 GLOSSAIRE DES TERMES UTILISÉS	43



SYNTHESE

La crise financière a placé sur le devant de la scène publique les problématiques de régulation des marchés dérivés financiers face auxquelles le G20 a pris une série d'initiatives de régulation ambitieuses. Le caractère très spécifique des marchés DMP, au sein de ce vaste ensemble que constituent les marchés dérivés, empêche toutefois toute déclinaison des mêmes solutions sans adaptation préalable. L'une des principales difficultés à surmonter dans ce cadre est liée, d'une part, à une information souvent très insuffisante sur le marché physique qui sert de sous-jacent au marché DMP et, d'autre part, à une connaissance souvent très parcellaire du marché DMP par le régulateur financier, s'agissant de marchés certes très anciens, mais qui sont largement restés à la frange du marché financier « pur » compte tenu de l'importance que représentent sur le marché DMP, les Utilisateurs Finaux agissant en couverture de leur activité industrielle, commerciale ou agricole.

L'extrême diversité des marchés sous-jacents empêche notamment de considérer que les problématiques du marché DMP pourraient être homogènes quel que soit le sous-jacent alors que les fondamentaux qui sous-tendent les évolutions affectant le marché du pétrole restent notablement différentes de celles du marché des métaux précieux ou encore des produits agricoles. Ainsi, l'inélasticité de la demande concernant certains produits de première nécessité comme la faible élasticité générale de l'offre, conjuguées à des facteurs géopolitiques ou naturels (climatiques notamment), sont des facteurs importants expliquant nombre de soubresauts que connaissent les marchés de matières premières. Ces soubresauts sont d'autant plus amplifiés que la qualité générale de l'information disponible sur chaque sous-jacent est généralement faible, ne permettant pas aux intervenants des marchés DMP de faire des anticipations suffisamment raisonnées, comme l'a une nouvelle fois montrée la flambée des prix du blé intervenue l'été dernier à la suite des incendies ayant affecté la Russie, l'Ukraine et le Kazakhstan.

Par ailleurs, la nature physique du sous-jacent, profondément différente des instruments dématérialisés que sont les actifs financiers négociés sur les marchés, confronte les marchés DMP à des enjeux de stockage, de livraison (et donc de transport) mais aussi de vérification de la qualité livrée qui sont totalement inconnus des marchés financiers « purs ».

Dans ce contexte, il est indéniable qu'aujourd'hui les marchés DMP attirent de plus en plus d'investisseurs financiers, nécessairement intéressés par des produits qui s'inscrivent dans un mouvement tendanciel de hausse qu'aucune prévision sérieuse ne remet en cause, et d'autant plus qu'ils font face, non seulement à une baisse notable de rendement d'une large partie des actifs financiers, mais également à l'accroissement des incertitudes les entourant. L'une des conséquences en est le développement de fonds indiciels, type ETF – *Exchange traded funds*, qui constituent en même temps une cause de l'intérêt accru des marchés DMP pour les investisseurs puisqu'ils leur permettent de s'y exposer plus aisément, à la fois par la facilité d'accès qu'offrent ces instruments et par l'augmentation de liquidité que génère leur intervention.

Pour autant, cette « financiarisation » constatée des marchés DMP, si elle soulève des questions indéniablement légitimes, n'a pas nécessairement les conséquences négatives que beaucoup y voient en termes d'augmentation de la volatilité et de hausse du prix des matières premières sous-jacentes. Alors que ces facteurs caractérisaient les marchés de matières premières bien avant même que les marchés DMP ne soient aussi développés ou qu'ils suscitent l'intérêt des investisseurs financiers, les études autorisées restent en effet largement non concluantes sur la réalité de ces aspects négatifs. Comme le montre le graphique placé en page 24 de ce document, il semble plutôt que la présence des investisseurs financiers soit tout à fait indispensable pour répondre aux besoins de couverture des Utilisateurs Finaux.

De ce constat, l'AMAFI n'en tire toutefois pas la conséquence qu'aucune action de régulation ne serait nécessaire. La mise en question par l'opinion publique des marchés financiers en général, des marchés DMP en particulier, ne peut en effet être considérée comme saine : si un certain nombre de dysfonctionnements mis en évidence par la crise doivent être corrigés sans conteste, et parfois énergiquement, l'utilité fondamentale des marchés sur le plan économique et social ne devrait quant à elle souffrir aucune discussion, surtout dans une perspective où l'on ne voit pas comment leur rôle pour le bon financement de l'économie ne pourra pas être appelé à croître sensiblement au cours des prochaines années.

Une action de régulation doit donc être entreprise pour rétablir une confiance profondément affectée. Cette action doit particulièrement tenir compte de l'interaction des marchés DMP avec les marchés physiques sous-jacents dans un contexte où l'information sur ceux-ci, pourtant centrale au regard du bon fonctionnement d'un marché dérivé, connaît des insuffisances manifestes. Elle doit également tenir compte de la moindre appréhension que la plupart des régulateurs financiers a des marchés DMP alors qu'une grande part des opérations et des acteurs échappe aujourd'hui à leur supervision. Alors que beaucoup de ces acteurs peuvent placer leurs activités et opérations en dehors des zones faisant l'objet d'une régulation, il est indispensable que les solutions mises en œuvre soient reconnues par tous les utilisateurs comme améliorant l'efficacité des marchés à leur profit. Dans un contexte où la régulation des marchés financiers « purs » s'est peu-à-peu construite au fil du temps, une phase d'analyse préalable d'un certain nombre d'aspects est nécessaire. En ce sens d'ailleurs, les actions qui doivent certainement être menées le plus immédiatement sont celles qui permettront aux régulateurs d'acquiescer une visibilité suffisante en termes d'opérations réalisées, y compris en gré-à-gré, et des acteurs qui opèrent sur les marchés DMP.

Au terme de son analyse, l'AMAFI a retenu douze axes d'actions autour desquels elle estime souhaitable que le G20 concentre son action. Parmi ceux-ci, sept lui semblent prioritaires en ce qu'ils devraient être mis en œuvre aussi rapidement que possible. Les cinq autres axes s'inscrivent dans une perspective de moyen terme dans la mesure où les choix de régulation qui pourront être faits nécessitent au préalable que soit acquise une connaissance plus intime d'un certain nombre de ressorts des marchés DMP.

AXE PRIORITAIRE N° 1

Missionner directement le Conseil de la Stabilité Financière pour piloter et coordonner l'action de régulation sur les marchés DMP, et particulièrement en ce qui concerne le niveau d'information à mettre en œuvre sur le marché physique.

AXE PRIORITAIRE N° 2

Définir les critères auxquels doivent obéir les MPE – Matières premières essentielles, étant observé qu'ils devraient être principalement articulés autour des matières premières qui, faisant l'objet d'un marché DMP suffisamment large et actif, sont indispensables à la satisfaction d'un besoin humain vital.

Etablir la liste des MPE qui en résulte et, le cas échéant, les conditions de sa révision.

Identifier les Etats qui, n'appartenant pas au G20, sont importants pour assurer qu'une masse critique de pays est, pour chaque MPE, disposée à participer à l'instauration et à la mise en œuvre du nouveau cadre de régulation.

AXE PRIORITAIRE N° 3

Définir pour chaque MPE les informations concernant le marché physique qui sont indispensables au bon fonctionnement des marchés DMP, notamment pour assurer que les anticipations à partir desquelles sont formés les cours soient suffisamment raisonnées.

Assurer qu'une masse critique de contributeurs soit réunie.

Définir, pour chaque MPE ou groupe de MPE, au niveau mondial, un organisme centralisateur et responsable de la diffusion de cette information.

Doter cet organisme d'un corpus de règles propres garantissant les conditions de gestion des informations individuelles recueillies et définissant les conditions de la publication.

AXE PRIORITAIRE N° 4

Assurer que les *forwards* dont le sous jacent est traité sur un marché DMP suffisamment large et actif constituent un DMP, en prévoyant si besoin est une période de transition.

AXE PRIORITAIRE N° 5

Etablir une classification internationale harmonisée des intervenants, probablement en reprenant le schéma mis en place par la CFTC.

Prolonger pour les DMP le travail de mise en place de référentiels centraux déjà lancé par le G20 pour les produits dérivés en général.

Définir le corps de règles s'appliquant à ces référentiels centraux, tant en termes de fonctionnement et de gouvernance, qu'en ce qui concerne les conditions de leur alimentation.

Prévoir de se servir de la connaissance ainsi acquise pour examiner à terme comment la classification des intervenants pourra être précisée pour mieux appréhender les opérations de couverture réalisées par chaque catégorie.

AXE DE MOYEN TERME N° 6

Préciser progressivement, en ce qui concerne les opérations de gré-à-gré, et au regard de ce que révélera la connaissance acquise des intervenants et des opérations, les obligations de publication à partir des informations recueillies par les référentiels centraux.

AXE PRIORITAIRE N° 7

Donner au régulateur la capacité d'utiliser des mécanismes de limites de position en cas de besoin.

Approfondir la réflexion pour déterminer comment les limites de position pourraient appréhender des catégories d'opérateurs au regard du type d'opérations qu'ils mènent.

Approfondir la réflexion pour déterminer comment un mécanisme de limite de position globale pourrait être mis en œuvre afin de considérer l'ensemble des opérations qui peuvent être réalisées, qu'elles le soient sur différents marchés organisés, via le marché de gré-à-gré ou via des produits compatibles type ETF.

Assurer que les positions de sens contraire qui sont prises face à un même besoin puissent être déduites les unes des autres afin d'assurer le fonctionnement efficient des limites de position.

AXE DE MOYEN TERME N° 8

Examiner, au regard de la plus grande connaissance qui sera acquise des marchés DMP, comment adapter le principe général d'un plus grand recours à la compensation en matière de produits dérivés au cas particulier des DMP pour tenir compte :

- Des surcoûts qui peuvent en résulter pour les Utilisateurs Finaux au regard du double enjeu de prévention du risque systémique et de préservation d'un champ concurrentiel équilibré entre intervenants soumis à l'obligation de compensation et ceux qui ne le seraient pas ;
- De l'intérêt de maintenir la capacité des établissements financiers à proposer des produits sur-mesure, par essence non compensables.

AXE DE MOYEN TERME N° 9

Prévoir que les régulateurs approfondissent leur connaissance des marchés DMP grâce aux moyens qui vont leur être conférés, avant de prendre toute initiative de régulation en vue d'assurer un plus grand recours aux marchés organisés en lieu et place des marchés de gré-à-gré.

AXE DE MOYEN TERME N° 10

Approfondir la réflexion en vue de poser au niveau international les grands principes autour desquels doit s'articuler la répression des abus de marché en tenant compte de l'interaction avec l'information disponible sur le marché sous-jacent.

AXE DE MOYEN TERME N° 11

Analyser sur la base de la connaissance plus approfondie des marchés DMP qui sera acquise, l'influence éventuelle des ETF et ETP dans les phénomènes de volatilité.

AXE PRIORITAIRE N° 12

Soutenir le travail de révision lancé par l'IASB en vue de définir des normes comptables qui tiennent pleinement compte de la nature des DMP, lorsqu'ils sont utilisés à titre de couverture d'un risque effectivement supporté.



DES MARCHES DE DERIVES DE MATIERES PREMIERES QUI S'INCRIVENT DANS UN CONTEXTE TRES SPECIFIQUE

7. Une compréhension importante, surtout alors que certains aspects restent insuffisamment appréhendés. La crise financière a placé sur le devant de la scène publique les problématiques de régulation des marchés dérivés financiers face auxquelles le G20 a pris une série d'initiatives de régulation ambitieuses. Il peut paraître naturel dans ce cadre de considérer que les marchés DMP constituant un sous-ensemble de ces marchés dérivés, les mêmes solutions de régulation pourraient y être immédiatement déclinées. Cela ignorerait toutefois le caractère très spécifique des marchés DMP au sein de ce vaste ensemble que constituent les marchés dérivés, cette spécificité découlant directement de la nature physique du sous-jacent qui interdit toute assimilation immédiate entre DMP et dérivé financier « pur ».

La prise en compte des spécificités des marchés DMP est d'autant plus importante que force est de constater qu'un certain nombre de mécanismes qui conditionnent leur évolution restent mal analysés, notamment en ce qui concerne l'interaction entre le physique et le dérivé, largement à raison d'une information très insuffisante sur le marché physique lui-même.

8. Souligner quelques lignes de force, non dresser un panorama exhaustif et détaillé. Il ne s'agit pas ici de dresser un panorama exhaustif et détaillé des marchés DMP, qui dépasserait nécessairement le cadre de cette contribution à raison de la multiplicité des marchés et des problématiques qui sont recouvertes sous l'appellation générique de DMP. L'objectif est donc seulement de présenter quelques lignes de force qui, étant particulièrement importantes à considérer au regard de l'enjeu que constitue une initiative de régulation au niveau du G20, sous-tendent les axes autour desquels l'AMAFI propose que le G20 focalise son attention.

DES MARCHES HISTORIQUEMENT TRES ANCIENS DONT UNE PART IMPORTANTE ECHAPPE A LA REGULATION

9. Un développement commencé à la fin du XIXème siècle. Les marchés DMP sont les plus anciens marchés financiers qui soient. Très anciens même puisque, préexistants bien avant les marchés financiers « purs » où sont traités des titres de capital ou de dette, ils ont été utilisés dès l'Antiquité à des fins de couverture des variations futures du prix d'actifs physiques, agricoles en premier lieu. Leur véritable développement n'a toutefois eu lieu qu'à partir du XIXème siècle avec la création aux Etats-Unis des premiers marchés à terme organisés, spécialisés à l'origine dans les contrats à terme sur marchandises et de couverture contre les aléas agricoles.

Le Chicago Board of Trade (CBOT), fondé en 1848, est ainsi la plus ancienne bourse de commerce au monde. Alors que le système des contrats à terme avait été particulièrement développé aux Etats-Unis pour sécuriser le prix de livraison futur des denrées agricoles, cette création répondait au besoin de rassembler en un même lieu acheteurs et vendeurs pour faciliter ainsi la gestion du risque de crédit. En 1864, le CBOT créa le premier contrat d'échange standardisé qui prit le nom générique de *futures contract* (contrat à terme). Aujourd'hui, le CME – *Chicago Mercantile Exchange*, dans lequel est désormais intégré le CBOT, et le NYMEX – *New-York Mercantile Exchange* constituent les deux principaux opérateurs de marchés DMP aux Etats-Unis : à ce titre, ils concentrent, à la fois en nombre de contrats et en montant des capitaux traités, un volume d'opérations tout à fait significatif au niveau mondial.

10. Les établissements financiers, des acteurs historiques des marchés DMP. La présence d'acteurs financiers (banques ou intermédiaires financiers) sur les marchés DMP est presque aussi ancienne que ces marchés. Traditionnellement, ils y remplissent essentiellement trois grandes fonctions :

- Définition de solutions en réponse aux besoins de couverture de leurs clients Utilisateurs finaux, soit au travers de produits traités sur des marchés organisés, soit en créant des produits de gré-à-gré ;
- Traitement de ces produits, soit directement ou indirectement⁶ sur les marchés organisés, soit en qualité de contrepartie pour les produits de gré-à-gré, ce qui suppose en ce dernier cas de rechercher une ou plusieurs contreparties de sens inverse leur permettant de couvrir le risque ainsi pris par eux-mêmes (*v. infra § 13*).
- Arbitrage sur les différents marchés organisés, participant ainsi à leur efficience, notamment en termes de découverte des prix.

Ces grandes fonctions n'ont cessé de se développer et de sophistication au fur et à mesure que les besoins de couverture des Utilisateurs Finaux se sont étendus, diversifiés et complexifiés⁷.

11. Des marchés organisés importants ... L'essor des marchés DMP dans la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, s'est opérée au travers de marchés organisés, c'est-à-dire de marchés prévoyant un encadrement plus ou moins strict⁸ des conditions dans lesquelles, sous la surveillance de l'opérateur de marché et le cas échéant d'une autorité de marché, des DMP peuvent y être négociés, des personnes peuvent en devenir membres, les négociations et leur dénouement, y compris en termes de livraison physique, s'y déroulent.

Cet encadrement assure en effet aux marchés organisés de DMP un certain nombre de bénéfices :

- Une facilité d'accès au DMP pour le client final à des coûts compétitifs ;
- Une efficience accrue du processus de découverte des prix, notamment par le biais de mécanismes de transparence pré-négociation ;
- Un cadre de négociation et de règlement-livraison qui permet de veiller efficacement au fonctionnement ordonné du marché ;
- Une sécurisation du règlement-livraison par l'interposition de chambres de compensation qui deviennent simultanément contreparties de l'acheteur et du vendeur, la sécurisation de la livraison étant d'autant plus importante qu'il s'agit de produits physiques (*v. infra § 26 et s.*).

12. ... mais des marchés de gré à gré qui le sont aussi. Malgré leurs avantages indéniables, les marchés organisés souffrent de deux handicaps qui, particulièrement pour les Utilisateurs Finaux, les incitent à privilégier dans certaines circonstances les marchés de gré-à-gré.

Le premier handicap est celui de la capacité d'un marché organisé à répondre à la multiplicité des besoins de couverture que sous-tend le caractère multiforme des risques supportés par les Utilisateurs Finaux. Par essence, un marché organisé ne peut en effet que traiter des produits standardisés, fongibles entre eux. Or, de tels produits standardisés présentent l'inconvénient important de ne pas être immédiatement adaptés à tous les besoins de couverture des Utilisateurs Finaux, particulièrement en ce qui concerne les marchés DMP où le sous-jacent n'est pas un produit financier, lui-même souvent

⁶ Lorsqu'ils n'en sont pas membres directs, ils transmettent les « ordres » de leurs clients à un membre.

⁷ Cela résulte certes fondamentalement d'un monde économique qui est lui-même beaucoup plus global et complexe, et dans lequel une gestion appropriée des risques est un élément de plus en plus central dans la compétition entre acteurs économiques. Mais c'est aussi un jeu de miroirs où le développement et la sophistication des techniques financières permettent également aux Utilisateurs Finaux d'exprimer des besoins eux-mêmes de plus en plus complexes et sophistiqués, poussant en retour les acteurs financiers à innover encore plus.

⁸ Selon qu'ils ont un statut de marché réglementé au sens européen du terme ou qu'ils soient de simples plateformes multilatérales d'échanges.

standardisé, mais un produit physique. D'où l'intérêt que présente le marché de gré-à-gré, avec la capacité qui est la sienne de permettre le traitement de produits sur-mesure, élaborés pour répondre à un besoin particulier. L'extension, la diversification et la sophistication des besoins de couverture des Utilisateurs Finaux précédemment relevées (*v. supra § 10*) ont ainsi eu notamment pour effet d'accroître le besoin de solutions sur mesure, et donc de produits de gré-à-gré pour la mise en place desquels les établissements financiers jouent un rôle tout à fait déterminant.

Le second handicap est celui du coût lié aux marchés organisés, non en termes de négociation mais de compensation puisqu'en pratique, le passage par un marché organisé DMP suppose aussi le passage par la solution de compensation mise en place par celui-ci. Or, si les avantages du recours à une solution de compensation sont indéniables du point de vue de la sécurisation des échanges (*v. infra § 70*), ce recours présente néanmoins l'inconvénient d'un coût supplémentaire explicite, qui est celui de la prise en charge et de la gestion du risque de contrepartie par la chambre de compensation qui assume le rôle de contrepartie centrale face à chacun de ses adhérents. Certes, le coût de l'assurance n'est élevé que tant que le risque ne se matérialise pas. Il n'en reste pas moins que cette préoccupation du coût de la compensation des dérivés en général et des DMP en particulier est aujourd'hui au centre des réflexions d'un nombre important d'Utilisateurs Finaux, et parfois non des moindres. Ils militent ainsi pour pouvoir conserver des solutions de gré-à-gré sans compensation obligatoire (*v. infra § 71*).

13. Un rapport marché organisé / marché de gré-à-gré restant à mesurer mais pas nécessairement déséquilibré. Avec l'éclatement de la crise financière, a été mise en lumière la taille considérable du marché de gré-à-gré des produits dérivés, notamment par rapport à la taille du marché sous-jacent, et les conséquences qui pouvaient en découler en termes de propagation des risques systémiques. Nombre des travaux menés, et notamment ceux entrepris très rapidement en ce qui concerne la sécurisation du marché de gré-à-gré des *Credit default swaps*, ont donc eu pour objet de répondre à cette préoccupation. Concernant les DMP, il faut toutefois se garder de penser intuitivement que les mêmes analyses y seraient automatiquement valides, accréditant ainsi l'idée d'un marché de gré-à-gré hypertrophié par rapport au marché organisé.

TABLEAU 1 AMOUNTS OUTSTANDING OF OVER-THE-COUNTER (OTC) DERIVATIVES By risk category and instrument (In billions of US dollars)						
Risk Category / Instrument	Notional amounts outstanding			Gross market values		
	June 2008	June 2009	June 2010	June 2008	June 2009	June 2010
Total contracts	672 558	594 495	582 655	20 340	25 314	24 673
Foreign exchange contracts	62 983	48 732	53 125	2 262	2 470	2 524
Interest rate contracts	458 304	437 228	451 831	9 263	15 478	17 533
Equity-linked contracts	10 177	6 584	6 260	1 146	879	706
Commodity contracts	13 229	3 619	2 852	2 213	682	457
Credit default swaps	57 403	36 046	30 261	3 192	2 987	1 666
Unallocated	70 463	62 285	38 327	2 264	2 817	1 788

Source : Banque des règlements internationaux

Le sentiment des professionnels de marché que rassemble l'AMAFI est en effet que telle n'est pas la réalité, la taille du marché de gré-à-gré étant sans doute assez équivalente à celle du marché organisé, voire dans certains cas inférieure. Certes, il n'existe pas de données permettant de confirmer ou d'infirmer objectivement une telle assertion, et c'est certainement un point sur lequel des données et des études additionnelles seraient bienvenues : les chiffres que publie ainsi la Banque des règlements internationaux ne permettent pas de comparaison, étant établis en nombre de contrats s'agissant des marchés organisés et en montant notionnel ou en valeur de marché pour les produits de gré-à-gré. Pour

autant, au-delà même de la connaissance intime que procure le fait d'être des acteurs très impliqués dans le fonctionnement au jour-le-jour des marchés DMP, la réalité d'une équivalence de taille assez forte entre marché organisé et marché de gré-à-gré s'appuie sur l'analyse des besoins et intérêt de chaque grande catégorie d'intervenants :

- Les Utilisateurs Finaux sont bien sûr des intervenants actifs des marchés de gré-à-gré pour les raisons précédemment exposées, leurs contreparties étant le plus souvent des établissements financiers compte tenu de la difficulté qu'il y a à assurer la rencontre de leurs intérêts avec des intérêts de sens contraire d'autres Utilisateurs Finaux⁹.
- Contreparties de leurs clients Utilisateurs Finaux, les établissements financiers n'ont pas pour autant vocation à conserver le risque qu'ils prennent. C'est en pratique au travers du marché organisé qu'une large partie de celui-ci est ensuite transféré sur d'autres intervenants¹⁰, induisant ainsi qu'une part importante du risque matérialisé au travers de contrats de gré-à-gré est compensée par des contrats de sens contraire conclus sur un marché organisé.
- Les investisseurs financiers qui utilisent les marchés DMP sont d'abord des utilisateurs des marchés organisés, qui seuls disposent de la liquidité et leur assurent la souplesse que nécessite la modification de leurs anticipations au fil du temps.
- Les arbitragistes, autres que directionnels, sont par essence des utilisateurs des seuls marchés organisés.

Bien évidemment, au cas par cas, la taille respective du marché organisé et du marché de gré-à-gré peut varier sensiblement selon le sous-jacent ou la catégorie de sous-jacent sur lequel porte le DMP.

14. Une part importante du marché échappant à la régulation, l'expertise des régulateurs financiers reste généralement faible. Les marchés DMP ont pour caractéristique de combiner marché organisé et marché de gré-à-gré d'une part, intervenants financiers (établissements financiers et investisseurs financiers) et Utilisateurs Finaux d'autre part. Bien que cette caractéristique ne leur soit pas propre, son résultat lui l'est en revanche dans la mesure où une part importante des opérateurs et des opérations échappe à la régulation. Dans beaucoup d'Etats, les marchés DMP ne sont en effet régulés que de manière partielle, au travers soit de la régulation des marchés organisés et de leurs membres directs, soit de la régulation des intervenants financiers. Ne sont en revanche généralement pas appréhendés par la régulation, tous les acteurs non réglementés lorsqu'ils traitent en gré-à-gré¹¹, et notamment les Utilisateurs Finaux qui sont des intervenants tout à fait centraux des marchés DMP.

La première conséquence de cette moindre régulation des marchés DMP est leur moindre connaissance par les régulateurs financiers, particulièrement handicapés d'ailleurs par leur absence de maîtrise du marché physique sur lequel repose chaque marché DMP (*v. infra § 20 et s.*). Les Etats-Unis sont une exception notable dans ce panorama. Dès 1936 en effet, au travers de la *Commodity exchange commission*, devenue en 1975 la CFTC, ils ont mis en place une autorité de régulation spécifiquement dédiée aux marchés DMP, compétente jusqu'en 2000 pour surveiller également une large part du marché

⁹ La difficulté est d'abord en termes de recherche de contreparties, qui est d'ailleurs l'une des valeurs ajoutées des établissements financiers. Mais la difficulté est aussi en termes de transfert d'information entre les contreparties : mettre face-à-face des Utilisateurs Finaux suppose en effet la rencontre d'intérêts de sens contraire d'un producteur et d'un consommateur faisant des anticipations inverses ; or, la connaissance de l'anticipation de l'un peut amener l'autre à réviser la sienne, surtout si la contrepartie est présumée mieux informée ... La difficulté est enfin en termes de prise de risque, celle-ci étant naturellement moindre face à un établissement financier soumis à un corps de règles précises, notamment prudentielles, dont la bonne application est contrôlée par une autorité de supervision.

¹⁰ Souvent eux-mêmes intervenants financiers, qu'ils interviennent soit eux-mêmes en transfert de risque d'un contrat de gré-à-gré pris face à d'autres Utilisateurs Finaux, soit en qualité d'arbitragistes, soit en qualité d'investisseurs. Dans le cadre d'activités d'arbitrage directionnel, un établissement financier peut toutefois décider de conserver le risque, mais cette décision est prise de façon indépendante de celle de « répondre » à un besoin du client, car relevant d'équipes différentes, séparées par une muraille de Chine.

¹¹ En Europe, si la directive Marchés d'instruments financiers, entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, assimile aux instruments financiers un certain nombre de DMP (mais pas tous), les soumettant ainsi à son cadre de régulation, elle prévoit néanmoins plusieurs exonérations au profit de certaines catégories d'acteurs. La définition d'un cadre de régulation plus précis des marchés DMP et de leurs intervenants constitue d'ailleurs aujourd'hui un objectif affiché de la Commission européenne, fortement soutenue en cela par la France.

de gré-à-gré¹². C'est ainsi qu'aujourd'hui, les Etats-Unis ont sans doute le cadre de régulation le plus développé au monde s'agissant des marchés DMP.

DES SOUS-JACENTS MULTIPLES SOUS UNE APPELLATION GÉNÉRIQUE

15. Une diversité forte entre matières premières, mais aussi à l'intérieur de chaque catégorie. Le terme générique de dérivé de matière première recouvre en réalité une diversité très forte de sous-jacents. Cette diversité est particulièrement importante à prendre en compte au regard des problématiques fondamentalement différentes de chaque matière première. Les problématiques de l'or ne sont pas celles du pétrole, qui ne sont pas non plus celles du blé ou du cacao ... Cette diversité est d'ailleurs d'autant plus forte que, sous l'appellation communément utilisée pour désigner une matière première donnée, c'est souvent un ensemble de produits qui sont regroupés, sans présenter de fongibilité entre eux, quand parfois même leur caractère substitutif est faible.

C'est vrai pour un certain nombre de produits minéraux : si beaucoup d'entre eux, comme l'or ou l'argent, peuvent être définis génériquement par rapport à un titre de pureté déterminé, d'autres en revanche, comme le pétrole, le charbon ou le gaz, recouvrent en fait différents produits. L'appellation « pétrole » recouvre ainsi tout un ensemble de produits très variés dont les plus importants sont l'Arabian Light, le WTI ou encore le Brent. C'est encore plus vrai en matière agricole : le blé qui sert à la nourriture humaine regroupe plusieurs variétés, qui ne sont pas les mêmes que celles qui servent à la nourriture animale ; sous l'appellation « riz », ce sont plus de cent mille variétés différentes qui existent ; le café colombien n'est pas le même que le café kényan ...

16. Une catégorisation matricielle qui présente des limites. Cette diversité est d'autant plus importante à prendre en considération que toute catégorisation matricielle de ces produits présente des limites, notamment en termes de perméabilité catégorielle.

- **Soft, hard et emerging commodities**

C'est probablement la distinction la plus connue.

Les *soft commodities* regroupent en général l'ensemble des matières premières agricoles ainsi que les produits de base n'appartenant pas au domaine minier et énergétique, comme le bois, voire certains produits transformés comme le jus d'orange concentré surgelé.

Les *hard commodities* regroupent l'ensemble des matières premières obtenues par extraction, mais le coton par exemple est parfois considéré comme une *hard commodities*, parfois comme une *soft commodities*. Les *hard commodities* se subdivisent en trois grands sous-groupes : les métaux précieux (or, argent, platine, palladium, ...), les métaux industriels (fer, nickel, zinc, ...) et les marchés de l'énergie (pétrole, gaz, électricité, ...).

Les *emerging commodities* rassemblent les produits dont le marché DMP est en devenir : eau, quotas carbone, éthanol et *bios-fuels*, ...

- **Produits renouvelables et non renouvelables**

Cette classification a l'intérêt d'être fondée sur le critère central du caractère renouvelable ou non du produit concerné, particulièrement important à considérer au regard de la possibilité d'ajuster l'offre à la demande (*v. infra § 17 et s.*).

¹² Le *Commodities Futures Modernization Act* adopté en 2000 a exempté l'essentiel des transactions de gré-à-gré de la surveillance de la CFTC ou de la SEC en n'exigeant plus que soit établi un besoin de couverture contre un risque effectif sur le produit sous-jacent.

Ainsi, si les produits agricoles ou, dans une certaine mesure, l'électricité sont renouvelables, les minéraux (charbon, pétrole, gaz, métaux, terres rares ...) sont en revanche en quantité définie. Cette distinction a toutefois ses limites dans la mesure où les réserves de produits non renouvelables font l'objet d'une réévaluation permanente en fonction, non seulement de l'évolution des techniques d'exploration et d'extraction, mais aussi de l'augmentation des prix qui conduit à rendre économiquement rentables des capacités qui, auparavant, ne l'étaient pas¹³ ou ne l'étaient plus¹⁴.

- **Produits mondiaux et nationaux ou régionaux**

Si beaucoup de matières premières s'échangent au niveau mondial, ce n'est toutefois pas le cas de toutes. Certains marchés restent ainsi régionaux, voire nationaux, ce qui est là aussi particulièrement important du point de vue des logiques d'ajustement de l'offre et de la demande. C'est le cas du riz dont seulement environ 5 % de la récolte mondiale est exportée. C'est aussi le cas de l'électricité qui ne s'échange qu'au niveau régional, tant que n'aura pas été résolue la question technique de son transport à un coût raisonnable sur de longues distances.

La notion de marché mondial peut par ailleurs aussi s'apprécier au niveau de la production. La production de certaines matières premières est localisées dans un petit nombre de pays (*v. aussi infra § 19*), alors que pour d'autres, comme le blé ou le riz, leur production s'étend sur pratiquement toute la planète.

DES SOUS-JACENTS DONT L'OFFRE EST SOUMISE A CERTAINS DETERMINANTS

17. Une demande souvent inélastique. La théorie du marché veut que l'offre et la demande trouvent leur équilibre autour du facteur prix. L'augmentation de l'offre par rapport à la demande induit une baisse du prix, et inversement une augmentation de la demande induit une hausse du prix. Cet auto-ajustement permanent repose notamment sur l'hypothèse que la demande doit baisser lorsque le prix s'élève.

Cette théorie trouve toutefois ses limites en ce qui concerne les biens de première nécessité, dits aussi « Biens de Giffen », pour lesquels la hausse des prix ne peut avoir d'effet sur la demande : elle conduit seulement à restreindre la capacité à acheter d'autres biens qui eux, ne sont pas de première nécessité. Les « émeutes de la faim », liées à des augmentations brutales et ponctuelles du prix de certaines denrées alimentaires de base, traduisent un état de fait qui, s'il est particulièrement évident lorsqu'il s'agit de survie même, peut sans doute être étendu à beaucoup d'autres matières premières : le pétrole ou l'électricité ne sont-ils pas aujourd'hui absolument vitaux à beaucoup de populations ? Dans un certain nombre de cas, la demande de matières premières se révèle ainsi totalement inélastique, l'ajustement ne pouvant alors résulter que d'une augmentation de l'offre, elle-même permise par l'augmentation des prix, pourtant insupportable pour certaines populations.

18. Une offre dont l'élasticité est faible, au moins temporellement. S'agissant des biens transformés, dans la mesure où les capacités de production ne sont que rarement employées à plein, un ajustement relativement rapide de l'offre est toujours possible, au moins pour laisser le temps de déployer de nouvelles capacités de production. Les frictions sont en revanche beaucoup plus importantes dans le domaine des matières premières.

¹³ Cas par exemple des schistes bitumineux dont l'exploitation, coûteuse, n'est rentable qu'avec un certain niveau de prix du pétrole. Les ressources mondiales ont été estimées en 2005, à 411 gigatonnes, permettant de produire 2 800 à 3 300 milliards de barils d'huile de schiste, soit plus que les réserves prouvées de pétrole, estimées à 1 342 milliards de barils en janvier 2009. Les Etats-Unis viennent dernièrement de doubler l'estimation des gaz de schiste récupérable sur leur territoire, ce qui va conduire à limiter leurs importations de gaz à 1 % de leur consommation en 2035, modifiant ainsi sensiblement la donne pour les pays exportateurs.

¹⁴ Cas par exemple de mines de métaux précieux dont le coût d'exploitation, devenu trop élevé, ne redevient rentable qu'à partir d'un certain niveau de prix ou grâce à une amélioration des techniques d'exploitation permettant d'abaisser ce coût.

Le fait ainsi que les produits agricoles constituent des matières premières renouvelables ne conduit pas à en faire pour autant des produits pour lesquels l'offre serait immédiatement ajustable à la demande. Il existe nécessairement un certain délai entre le moment où est prise la décision d'augmenter la production et celui où il en résulte un accroissement de l'offre. C'est vrai en matière de récoltes, et encore plus en matière de cheptel. *A contrario*, le fait que les produits minéraux, soient non renouvelables ne conduit pas à en tirer la conclusion que l'offre n'est pas en mesure de répondre à un accroissement de la demande. La création d'une tension entre la demande et l'offre se traduit en effet par une augmentation des prix qui, comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 16*), rend économiquement rentable des capacités de production qui, auparavant, ne l'étaient pas ou ne l'étaient plus. Il n'en reste pas moins que la mise en œuvre de nouvelles capacités de production est une décision lourde (ouverture de mines, réalisation de forages pétroliers, ...) qui ne conduira à accroître l'offre qu'au terme d'un certain délai.

19. Une offre conditionnée par des facteurs géopolitiques et naturels. Mais, au-delà même de sa faible élasticité, l'offre de matières premières est souvent conditionnée par des facteurs lourds, qu'ils soient géopolitiques ou simplement non maîtrisables s'agissant des facteurs naturels, climatiques notamment.

- **Facteurs géopolitiques**

L'observation que la production de beaucoup de matières premières, notamment minérales, est concentrée dans quelques zones géographiques est particulièrement importante à considérer. Les pays producteurs en tirent par rapport aux pays consommateurs un poids d'autant plus fort que la matière première est essentielle au fonctionnement de leur économie, ce qui, dans le même temps, impose toutefois que certaines limites ne soient pas dépassées pour que la situation ne devienne pas intenable pour les pays consommateurs (*v. aussi infra § 23*).

Le cas du pétrole est particulièrement symptomatique. Il met en évidence les limites de la logique de marché dans laquelle s'inscrivent l'offre et la demande de certaines matières premières. Le pétrole est, par essence, la matière première qui s'inscrit dans un contexte diplomatique et militaire très fort.

- **Facteurs naturels**

Les facteurs naturels, qu'il s'agisse de catastrophes naturelles (tremblements de terre, tsunamis, ...), d'épidémies, ou d'événements climatiques exceptionnels (inondations ou sécheresse) ont, du fait de leur caractère non prévisible autrement qu'à court ou très court terme, des incidences tout à fait majeures. Comme aucun producteur ne peut souhaiter se trouver en situation de suroffre, cela signifie que collectivement, ils cherchent à anticiper une situation d'équilibre : ainsi, une offre initialement anticipée comme adéquate, peut se trouver au final largement insuffisante, compte tenu de la survenance de facteurs naturels que son inélasticité à court terme ne permet pas de compenser.

Les matières premières agricoles sont concernées au premier chef de ce point de vue. Dans un contexte où la production de la plupart des produits agricoles est largement disséminée sur la planète, c'est la survenance de facteurs naturels qui vient remettre en cause les prévisions initiales. Les incendies de l'été dernier survenus en Russie, en Ukraine et au Kazakhstan ont ainsi pesé lourdement sur la production de blé de ces pays, grands exportateurs, entraînant entre fin juin et début août une hausse de plus de 60 % des cours (*v. aussi infra § 22*).

UNE INFORMATION SUR LES MARCHES SOUS-JACENTS QUI RESTE INSUFFISANTE PAR RAPPORT A CE QU'EXIGE LE BON FONCTIONNEMENT D'UN MARCHÉ DMP

20. La rencontre des anticipations. Les marchés DMP ont pour objet premier de permettre aux agents économiques de transférer le risque qu'ils supportent du fait des fluctuations dans le temps du prix de la matière première qu'ils produisent ou consomment. Un producteur peut ainsi fixer à un moment donné le prix auquel il vendra ultérieurement sa production. De même, un consommateur, qu'il soit industriel ou commerçant¹⁵, peut fixer à un moment donné le prix auquel il achètera ultérieurement les matières premières nécessaires à son activité. Les Utilisateurs Finaux ont ainsi la capacité de lever une incertitude forte sur un facteur essentiel de rentabilité de leur activité¹⁶. Dans un univers idéal, chaque marché DMP serait alors capable d'assurer la rencontre des intérêts de sens contraire qui animent les producteurs d'un côté, les consommateurs de l'autre. Comme ce n'est toutefois pas le cas en pratique (v. supra § 13), la présence d'autres intervenants se révèle tout à fait indispensable : ce sont les établissements financiers dont le rôle est de redistribuer le risque, notamment au travers des marchés organisés ; mais ce sont aussi des investisseurs financiers qui, moyennant une prime de risque¹⁷, trouvent un intérêt à se positionner en tant que contreparties (v. infra § 31 et s.).

Pour déterminer les conditions dans lesquelles ils sont prêts à se décharger du risque ou à le prendre, tous ces intervenants font des anticipations sur l'état à terme du marché et l'évolution du prix spot dans le temps. C'est d'ailleurs la rencontre de ces anticipations au travers du marché DMP, qui permet à celui-ci de former un consensus sur ce que doit être ce prix à terme, et ainsi d'éclairer par rétroaction les intervenants.

21. La nécessité d'anticipations suffisamment raisonnées. Pour que ce processus fonctionne correctement, encore faut-il toutefois que ces anticipations, ou du moins un nombre suffisant d'entre elles, soient formulées de manière raisonnée à partir de données reflétant convenablement une situation existante et ses perspectives d'évolution dans le temps. Si l'on sait que la théorie du « marché efficient », car reflétant à tout moment toute l'information pertinente disponible, reste largement inatteignable, éviter la formation d'anticipations sur l'évolution des prix déconnectée des fondamentaux du marché suppose toutefois qu'un minimum d'informations soit publiquement à disposition.

Dans le domaine des matières premières, où certains facteurs perturbateurs des anticipations restent non maîtrisables (facteurs naturels) ou difficilement (facteurs géopolitiques), cette qualité de l'information « de base » repose sur l'existence de données suffisantes, notamment en termes de perspectives de production et de consommation, de réserves existantes, d'état des stocks¹⁸, de capacités de stockage et de transport ... En matière agricole en particulier, les organismes de prévision des récoltes ou des évolutions climatiques peuvent avoir un effet important sur l'évolution des marchés.

22. Des données physiques souvent insuffisantes ... Sur beaucoup de matières premières, au regard de cette préoccupation de favoriser la réalisation d'anticipations raisonnées, les informations disponibles s'avèrent souvent largement insuffisantes, quand leur fiabilité même n'est pas en question. La situation constatée cet été sur le blé avec un envol des cours suite aux incendies qu'ont connus la Russie, l'Ukraine et le Kazakhstan éclaire bien cette question : insuffisamment informés de l'état des stocks et des autres capacités de production, les intervenants ont anticipé une hausse des cours, la provoquant ainsi dans un premier temps (60 % de hausse en deux mois) avant que l'état réel de l'offre et de la demande ne puisse être plus précisément estimé, conduisant alors le marché à revenir à des niveaux plus « rationnels ».

¹⁵ Voir un Etat, comme l'a mis en évidence très récemment le Mexique en couvrant une partie de ses besoins en maïs sur les marchés DMP.

¹⁶ Mais acceptant du même coup de perdre l'espoir de gain qui résulterait d'un décalage favorable pour eux des prix.

¹⁷ Dénommée aussi contango, cette différence entre le prix spot et le prix à terme, traduit le coût du portage en incluant les frais financiers, de stockage et de transport. Dans certaines situations, sous l'effet d'une tension des prix spot à court terme, il peut y avoir *backwardisation*, le prix à terme étant alors moins élevé que le prix spot.

¹⁸ Particulièrement important pour compenser la survenance d'événements en raison de l'inélasticité de l'offre à court terme.

La Task-force de l'OICV a souligné cet enjeu de l'information sur le marché physique dans son dernier rapport de novembre 2010¹⁹, comme d'ailleurs aussi MM. Chevalier, Jouyet, de Boissieu et Guillon dans leurs rapports respectifs. Des initiatives visant à améliorer l'information disponible, comme JODI (*Joint Oil Data Initiative*), lancée en 2001 par six organisations internationales dans le domaine du pétrole, devraient ainsi être également envisagées sur d'autres segments.

23. ... qui présentent un caractère parfois sensible. Il est vrai que la question de la transparence des marchés physiques est complexe. Au niveau des Etats, s'y mêlent dans un certain nombre de cas des considérations géopolitiques ou stratégiques, tant en ce qui concerne les pays producteurs que les pays consommateurs. Il faut rappeler ainsi que lors de la Guerre froide, le blé a constitué un enjeu important des relations entre les Etats-Unis agissant en tant que producteur / exportateur et l'URSS en tant que consommateur / importateur. Plus récemment, la crise diplomatique intervenue entre le Japon et la Chine a conduit cette dernière à mettre en place un embargo non officiel sur l'exportation de terres rares, tout à fait vitales pour certaines technologies de pointe²⁰.

Au niveau des Utilisateurs Finaux, les enjeux peuvent aussi être lourds s'il était donné, directement ou indirectement (par recoupement), un accès public à des informations stratégiques pour un acteur particulier. Il est difficile d'imaginer par exemple que les conditions de réponse à un appel d'offre puissent être publiquement dévoilées.

24. Mais des données centrales pour la régulation du marché DMP ... L'action régulatrice est impérative pour assurer le bon fonctionnement du marché. Reposant, d'une part, sur la surveillance du marché et la répression des comportements contraires à la réglementation, d'autre part, sur la capacité à adapter la réglementation lorsque cela paraît nécessaire, cette action suppose toutefois que le régulateur de marché dispose lui-même d'une bonne vision du marché physique et de ses fondamentaux : le marché à terme qu'il surveille n'en constitue en effet que la projection, et les mouvements qui l'affectent ne sont pas interprétables en signaux éventuels de dysfonctionnement sans corrélation avec le marché physique.

25. ... particulièrement par rapport à la problématique des abus de marché. La question des abus de marché (délit d'initié, fausse information et manipulation de cours) est particulièrement illustrative d'un point de vue de régulation de marché. Les abus de marché sont en effet des comportements qui, depuis de nombreuses années, sont sévèrement réprimés sur les marchés financiers, en tant qu'ils fragilisent la confiance sans laquelle ces marchés ne peuvent efficacement fonctionner. Le cadre propre aux abus de marché s'articule toutefois étroitement autour de la présence d'une information suffisante et de l'égalité d'accès à cette information, soit qu'il s'agisse de réprimer l'utilisation d'une information qui, n'étant pas connue des autres participants du marché, confère un avantage injustifié à son détenteur (délit d'initié), soit qu'il s'agisse de réprimer des manœuvres tendant à laisser penser que la situation est différente de celle existant réellement (fausse information ou manipulation de cours) : c'est pour cela d'ailleurs que des règles précises ont été élaborées sur la nature des informations qui doivent être publiées, et les conditions de leur publication.

¹⁹ « *Although the Task Force is constrained in its ability to advance greater transparency of underlying physical market transaction data due to lack of jurisdiction, the Task Force reiterates that information about the underlying commodity is key – indeed critical – for the satisfactory functioning of financial markets and reliable price discovery. The main purpose of financial futures and OTC derivatives markets is to express an expectation of future prices in the physical cash markets. So the basis on which these expectations are formed is critical. As for oil in particular, the Task Force therefore encourages the International Energy Agency (IEA), the International Energy Forum (IEF) and the Organisation of the Petroleum Exporting Agencies (OPEC) to further improve the reporting by their members with regard to the completeness and timeliness of physical oil data. Better physical oil data (production, inventories, transport capacities etc.) will allow for increased understanding of the linkages between the physical and financial markets for oil. The Task Force will actively engage with relevant initiatives as they are developed.* » (*IOSCO DP 340*).

²⁰ http://www.lemonde.fr/asi-pacifique/article/2010/09/29/la-chine-reprend-ses-livraisons-de-terres-rares-vers-le-japon_1417431_3216.html.

Il n'est pas possible, dans ce contexte, d'imaginer qu'un cadre abus de marché puisse être efficacement mis en œuvre sur les marchés DMP sans que ne soient préalablement définies les informations publiques qui servent de base aux anticipations des intervenants²¹.

DES MARCHES DMP CONFRONTES A DES ENJEUX DE STOCKAGE, DE LIVRAISON ET DE QUALITE

26. Des marchés de couverture où la livraison du physique reste un enjeu. Les marchés DMP sont en pratique des marchés de couverture, et non des marchés d'achat ou de vente à terme de la matière première sous-jacente. De cette affirmation, il résulte que ces marchés ne sont pas, contrairement à une interprétation courante, des outils dont se serviraient les Utilisateurs Finaux pour procéder à des livraisons physiques à terme : leur objectif est d'abord de sécuriser le prix auquel par ailleurs, ils ont acheté ou vendu à terme ou ils vont acheter ou vendre dans le futur la matière première sous-jacente. L'ensemble des intervenants des marchés DMP (Utilisateurs Finaux et Financiers) a ainsi majoritairement le même comportement lorsque le risque couvert disparaît, en ne choisissant pas une livraison physique mais un règlement monétaire par différence.

Pour autant, les marchés DMP restent essentiellement organisés autour de contrats laissant la possibilité d'une livraison physique²². C'est en effet important à un double titre :

- D'une part, pour répondre aux besoins de certains intervenants qui, même s'ils ne sont pas les plus nombreux, peuvent avoir besoin d'une livraison physique s'ils n'ont finalement pas accès aux matières premières escomptées²³ ;
- D'autre part, pour multiplier les possibilités d'arbitrage²⁴ et favoriser la convergence²⁵ du prix spot et du prix à terme à l'échéance du contrat DMP, en accroissant ainsi l'efficacité du marché.

27. Des problématiques inexistantes sur les marchés financiers. Sur les marchés dérivés financiers « purs », l'actif sous-jacent qui doit donner lieu à livraison chaque fois que le contrat ne se traduit pas par le paiement d'une différence monétaire est un actif dématérialisé pour lequel les problématiques de stockage, de livraison et de qualité sont essentiellement, voire exclusivement, de nature informatique²⁶.

- Le « stockage » d'un tel sous-jacent est opéré sous forme informatique par des opérations de comptabilisation au profit de titulaires ;

²¹ La Communication du 20 novembre 2009 de la Commission de régulation de l'énergie (CRE) sur le pic de prix de l'électricité du 19 octobre 2009 est intéressante à considérer de ce point de vue. Elle souligne qu'à cette occasion, pour optimiser son parc de production et gérer ses interventions sur les marchés en prenant en compte un critère de « risque 1% », « EDF a procédé à des achats de sécurité sur les marchés de gros dès le vendredi, puis le dimanche matin, en particulier sur la bourse suisse. Ces décisions opérationnelles [intégraient] l'information qui était disponible de façon agrégée dans le cadre des données « transparence » communiquées le dimanche matin, mais également sur la base de la vision interne relative à la disponibilité et aux arrêts fortuits affectant le parc de production. ». Tout l'enjeu, par rapport à une préoccupation abus de marché, est en effet de déterminer si l'asymétrie d'informations ainsi constatée au bénéfice d'EDF est légitime ou non.

²² Sur un marché organisé, il reste toujours possible d'annuler l'engagement de livraison en concluant un contrat de sens contraire pour la même échéance (v. aussi *infra* § 54).

²³ Cas par exemple d'une coopérative agricole qui répond à un appel d'offres d'un Etat étranger : le marché DMP est d'abord utilisé pour figer son prix de réponse, mais il peut aussi permettre de couvrir son engagement de livraison au cas où la production de ses adhérents serait moindre que celle estimée.

²⁴ Cas où le stockage de la matière première en vue de sa livraison serait analysé comme avantageux. Un tel arbitrage n'est d'ailleurs pas le seul fait des Utilisateurs Finaux, mais aussi des établissements financiers et des investisseurs.

²⁵ L'absence de convergence signifierait en effet qu'au moment de la livraison celui qui la réalise ou celui qui la reçoit n'y a aucun intérêt s'il doit faire l'opération à un prix défavorable par rapport celui auquel il peut obtenir le produit sur le marché comptant.

²⁶ Y compris en termes de relations avec le « dépositaire central » qui garantit leur « existence ».

- Sa livraison est elle aussi réalisée informatiquement via des systèmes de règlement-livraison, le lieu final de sa « livraison » (un compte financier ouvert auprès d'un établissement teneur de compte) ayant une faible importance ;
- La vérification de la qualité de l'actif sous-jacent ne constitue pas un enjeu, chaque sous-jacent est précisément identifié par une référence informatique qui ne permet pas la confusion.

Sur les marchés DMP au contraire, s'agissant de produits pouvant donner lieu à une livraison physique, les questions de stockage, de livraison et de vérification de la qualité ont une incidence lourde.

28. Différents enjeux liés au stockage. La question du stockage s'apprécie à un double niveau.

En termes généraux en premier lieu. Par rapport en effet à l'enjeu que représente le stockage comme amortisseur dans les situations où l'offre n'est pas en mesure de répondre conjoncturellement à la demande (*v. supra § 19*), trois types de facteurs doivent être pris en compte :

- Un facteur coût d'abord qui comporte lui-même deux composantes. D'une part, la capacité à produire sans disposer des ressources que procure la vente du produit. D'autre part, la capacité à conserver dans la durée²⁷ le produit concerné sans que sa qualité n'en soit affectée, problématique qui concerne particulièrement les produits agricoles qui nécessitent d'être stockés dans des conditions particulières pour éviter le pourrissement ou le développement de maladies, au prix parfois de l'emploi de techniques coûteuses comme la réfrigération.
- Un facteur de capacité de stockage puisqu'il n'existe pas beaucoup de situations vraisemblables dans lesquelles des capacités nouvelles et importantes de stockage peuvent être rapidement déployées²⁸.
- Un facteur risque puisque stocker, c'est anticiper que le coût du stockage sera moindre que son bénéfice lorsque le stock sera utilisé, que ce bénéfice soit financier (anticipation que le produit pourra être vendu plus cher qu'aujourd'hui en tenant compte des coûts de stockage) ou non (stocks stratégiques par exemple).

Mais la question du stockage doit aussi être appréciée au niveau des marchés DMP. Chaque fois en effet que le contrat conduit à la livraison physique, cette livraison s'opère dans des capacités de stockage propres au marché concerné.

29. Le lieu de la livraison a une incidence forte sur le coût. Le lieu de livraison lorsqu'elle se produit, est bien sûr de première importance compte tenu du coût attaché au transport. Qu'une cargaison de pétrole soit livrée à Rotterdam, à Fos-Sur-Mer ou à Port-Arthur au Texas n'a pas la même signification en termes de coûts. De même en matière de blé, selon qu'il est livré à Strasbourg ou à Minneapolis.

Cette question est d'autant plus importante que la valeur intrinsèque de la matière première est faible et que son volume est important. Pour l'or par exemple, il est bien évident que le coût du transport reste assez marginal, même en tenant compte des besoins de sécurisation qui doivent être mis en œuvre. Pour le blé en revanche, la question de la distance et des moyens de transport à utiliser, surtout s'ils doivent nécessiter plusieurs opérations de chargement / déchargement, peut constituer un obstacle important. Alors que l'on observe une distorsion croissante entre les zones géographiques de production et de consommation, l'importance des enjeux de transport est d'ailleurs inévitablement appelé à croître.

30. L'adéquation de la qualité livrée à la qualité négociée est primordiale. Par ailleurs, parce que sous une appellation générique est en fait regroupée toute une famille de produits qui, en apparence au moins, sont substituables entre eux mais en réalité peuvent différer sensiblement, la vérification de la qualité livrée par rapport à celle négociée constitue également un enjeu important. Cet enjeu est d'ailleurs renforcé par l'observation que la qualité même d'un produit précis peut être affectée de différentes

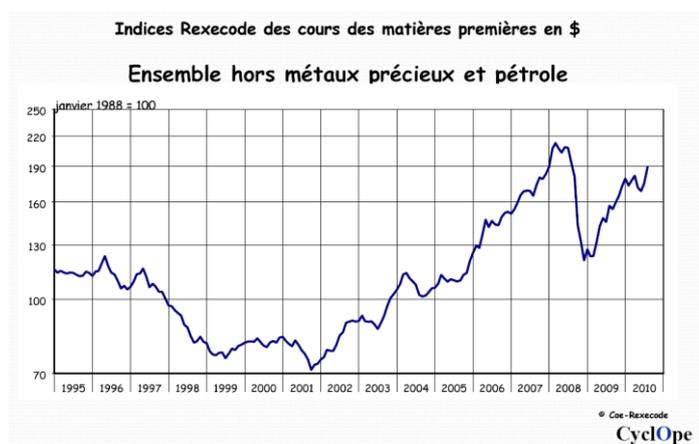
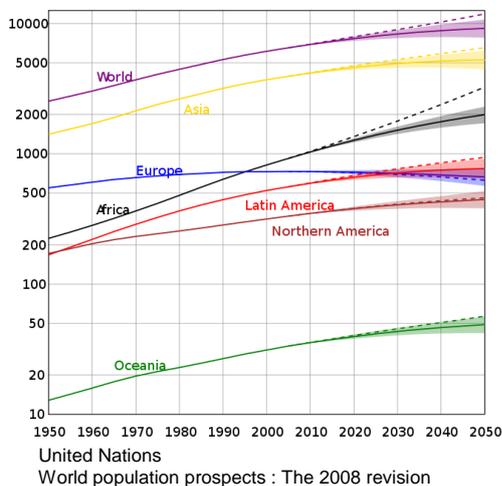
²⁷ Etant rappelé que l'électricité n'est pas aujourd'hui stockable.

²⁸ La véritable capacité de stockage est celle des pays producteurs de matières premières minérales lorsqu'ils décident d'interrompre ou de diminuer leur production. Mais même en ce cas, l'arrêt ou le ralentissement des capacités de production soulèvent différentes difficultés qui, au-delà de l'aspect strictement financier, concernent l'outil de production dans sa composante humaine (salariés) et industrielle (machines) ...

manières : raffinage insuffisant de certains minéraux ou pourrissage de produits agricoles. C'est pourquoi l'un des atouts des marchés organisés est de pouvoir donner cette assurance qualitative au travers des vérifications qui peuvent être opérées par un tiers, souvent la chambre de compensation.

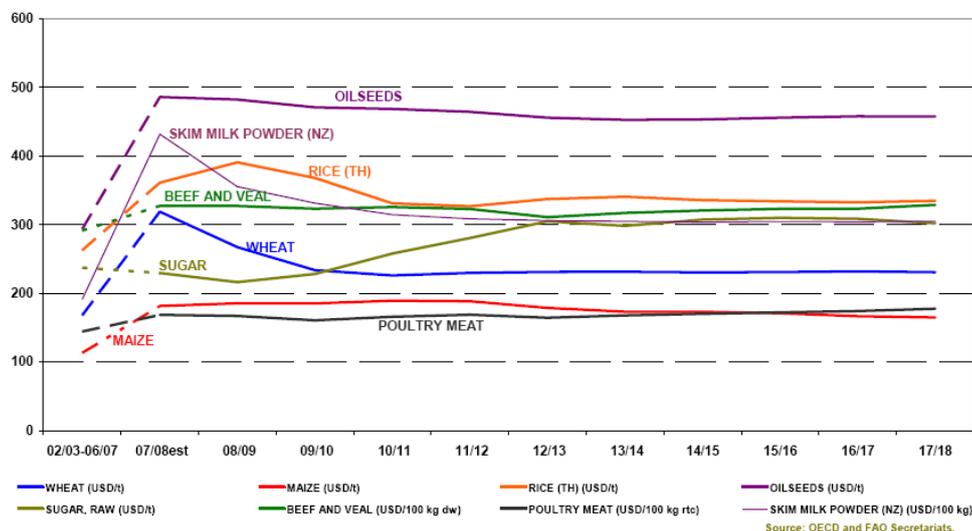
DES MARCHES DMP QUI AUJOURD'HUI ATTIRENT LES INVESTISSEURS FINANCIERS

31. Une hausse tendancielle avérée. Dans un contexte où chacun sait que les matières premières minérales ne sont pas inépuisables et que la croissance de la population mondiale (plus de 9 milliards d'habitants en 2050) confronte les producteurs agricoles au défi de la nourrir dans les années à venir, il n'est certainement pas difficile de parier sur une hausse des matières premières à long terme. Pour qu'il en soit autrement, il faudrait des sauts technologiques, certes perceptibles pour certains, mais dont l'échéance de réalisation reste vague : OGM ; produits substitutifs au pétrole ... L'évolution du cours des matières premières ces dernières années confirme bien d'ailleurs une nette tendance haussière.



En matière agricole, il faut ainsi noter que l'OCDE et la FAO dans les Perspectives agricoles qu'ils ont tracées pour la période 2010-2019 retiennent l'hypothèse selon laquelle les prix réels des produits agricoles, quoiqu'inférieurs au pic observé en 2007-2008 seront supérieurs au niveau moyen de ceux observés sur la dernière décennie.

Medium term prospects for world agricultural commodity prices



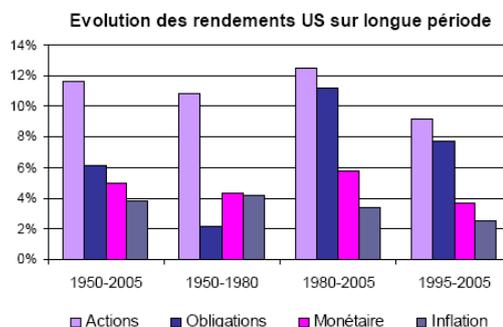
Dans le domaine très particulier du pétrole, compte tenu de l'impact économique global qui résulte de la variation de son prix, il faut par ailleurs noter que les hypothèses les plus optimistes font état d'un prix stable autour de 90 \$ jusqu'en 2035, tandis que, pour cette même période, d'autres tablent sur une hausse continue pour arriver à un prix d'un peu moins de 140 \$.

32. Pallier la baisse de rendement des actifs financiers et l'augmentation des incertitudes.

Dans un environnement d'inflation faible et de taux d'intérêt durablement bas, on assiste depuis plusieurs années à une baisse notable de rendement des actifs financiers. Par ailleurs, la crise financière déclenchée à l'été 2007, a créé des incertitudes fortes sur la qualité de certains actifs, étendues aujourd'hui dans un certain nombre de cas à la dette souveraine.

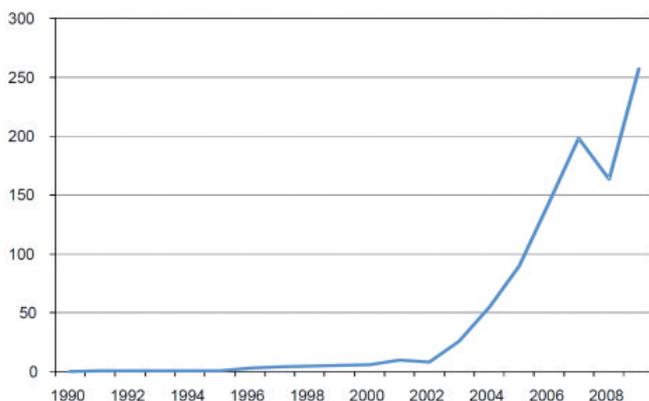
Dans ce contexte, il est d'autant moins étonnant que de plus en plus d'investisseurs se tournent vers les marchés DMP pour rechercher un rendement additionnel, que cette recherche leur est nécessaire pour couvrir un double effet de sens contraire résultant :

- D'une part, de l'accroissement des risques sociaux (retraite, dépendance, chômage, ...) liés à l'allongement de la durée de vie et à une croissance économique plus faible ;
- D'autre part, du désengagement des Etats de certaines interventions au profit de la collectivité compte tenu du niveau élevé de leur déficit budgétaire.



Source : Morningstar (de 1950 à 2005)

Investissement des fonds indexés de matières premières, 1990-2009 (milliards de dollars)



Source : Barclays, repris de Irwin S. et Sanders D.R. (2009)

Ces différents facteurs expliquent que désormais les matières premières tendent à devenir une classe d'actifs parmi d'autres, constitutive d'un support de diversification des portefeuilles de placement. L'une des conséquences en est le développement de fonds indiciels, type ETF – *Exchange traded funds*, et ETP – *Exchange traded products*²⁹ qui constituent en même temps une cause de l'intérêt accru des marchés DMP pour les investisseurs puisqu'ils leur permettent de s'y exposer aisément, à la fois par la facilité d'accès qu'offrent ces instruments et par l'augmentation de liquidité que génère leur intervention.

²⁹ La caractéristique de l'ETP est de devoir détenir le sous-jacent physique au contraire de l'ETF.

MAIS UNE « FINANCIARISATION » DES MARCHÉS DMP DONT IL RESTE A ETABLIR LES CONSEQUENCES NEGATIVES

33. Des questions légitimes. L'entrée de plus en plus importante des investisseurs financiers sur des marchés DMP où ils étaient traditionnellement peu présents déclenche d'autant plus de questions que cette entrée s'est produite à un moment où a été constatée une forte envolée des prix : l'indice Rexecode figurant en page 21 de ce document montre ainsi qu'après une baisse des prix sur la période 1996-2002, l'ensemble des matières premières autres que le pétrole et les métaux précieux a sensiblement monté pour atteindre un pic à la mi-2008, suivi d'une baisse brutale jusqu'à la fin de l'année, le mouvement de hausse ayant repris depuis pour revenir mi-2010 au niveau atteint début 2008. Dans le même temps, les problématiques de volatilité des prix, avec leurs incidences, surtout lorsqu'elles concernent les produits agricoles essentiels dont ont besoin les populations pour survivre ou le pétrole, sont examinées de plus en plus attentivement.

Il est dans ce contexte légitime d'examiner si cette entrée des investisseurs financiers a pu être une cause de déstabilisation des marchés DMP, et le cas échéant de rechercher les correctifs qui pourraient y remédier. Force est toutefois de constater qu'à ce stade, il n'existe pas d'élément établissant clairement cette relation de cause à effet.

34. La spéculation est d'abord un sujet en cas d'asymétrie informationnelle. Au sens que lui confère la théorie économique, le terme spéculation est neutre : selon la définition donnée par Nicholas Kaldor en 1939, et qui peut d'ailleurs être appliquée pour caractériser le comportement de beaucoup d'investisseurs³⁰, il s'agit de l'achat ou la vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non un avantage lié à l'usage du bien, une transformation quelconque ou le transfert d'un marché à un autre. Pour beaucoup toutefois, la spéculation est d'abord la « mauvaise » spéculation, celle qui perturbe le bon fonctionnement des marchés.

Il est pourtant établi que la spéculation au sens des économistes est utile au fonctionnement des marchés³¹. Sur cette affirmation, on renvoie aux travaux récemment menés sur ce point par l'Assemblée Nationale, et plus notamment aux différents témoignages de personnalités autorisées recueillis au cours de ses auditions³². Certes, la spéculation peut également avoir des effets pernicieux comme le souligne par ailleurs l'Assemblée Nationale : il est toutefois intéressant de constater que les effets ainsi recensés³³ s'articulent souvent autour d'une problématique d'asymétrie informationnelle au profit de certains intervenants. La « mauvaise » spéculation apparaît alors comme celle qui est menée sous le bénéfice d'une information qui n'est pas en possession de tous les intervenants. Au cas particulier des marchés DMP, cette asymétrie constitue bien sûr un enjeu tant du point de vue des marchés dérivés eux-mêmes que des marchés sous-jacents.

35. La volatilité et la hausse tendancielle des prix existent depuis longtemps sur les marchés de matières premières. Mais on peut aussi accuser la spéculation, en tant que caractérisant l'intervention des investisseurs financiers, d'augmenter la volatilité. A cet égard toutefois, il faut rappeler que le lien entre spéculation d'une part, volatilité et hausse des prix d'autre part, reste peu évident,

³⁰ Nul n'ignore que l'*affectio societatis* de l'actionnaire qui n'est pas dans une logique industrielle est aujourd'hui faible. Sa perspective de rendement ne résulte pas du seul dividende reçu mais de sa conjugaison avec la plus-value dégagée lors de la revente. De même, le comportement du créancier détenteur de titres de dette est fortement dépendant de la courbe des taux dont l'évolution peut l'inciter à rechercher d'autres titres servant un meilleur intérêt.

³¹ En améliorant l'efficacité des marchés DMP par augmentation de leur liquidité et réduction des fourchettes de prix.

³² Rapport de l'Assemblée Nationale fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies présidée par M. Emmanuelli (*Rapport AN n° 3034, 14 décembre 2010, p. 23 et s.*). On peut aussi se référer à D. Mengle, *The Economic Role of Speculation*, ISDA@Research Notes, 2010, et aux références bibliographiques que comporte cette étude.

³³ Le défaut de transparence, le mimétisme et les dynamiques incontrôlables, la déconnexion entre les marchés et l'économie réelle (*Rapport AN précité, p. 25 et s.*).

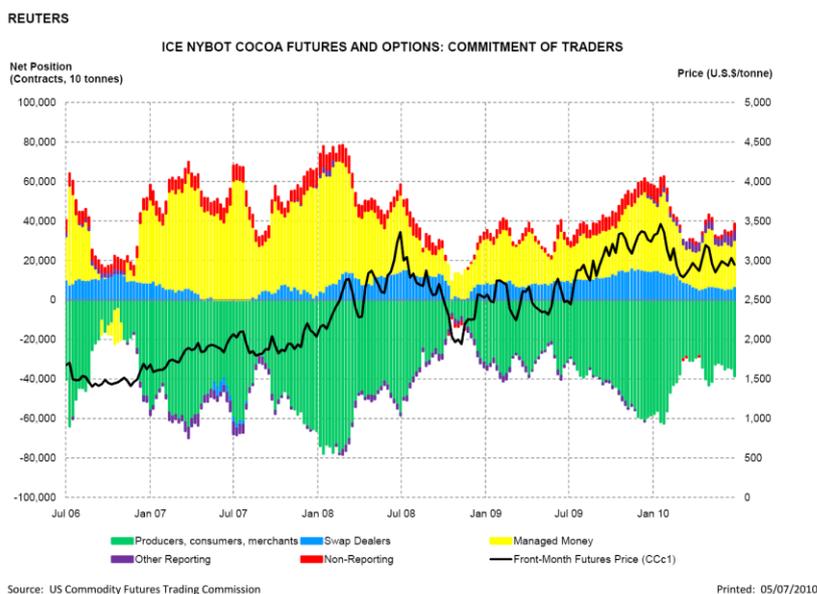
surtout que l'impact éventuel de cette intervention ne joue de toute façon qu'à court terme puisque ces investisseurs doivent tôt ou tard se déboucler. Il n'existe pas d'ailleurs aujourd'hui d'études concluant sans ambiguïté à cette corrélation : outre que les experts restent partagés sur cet aspect³⁴, l'OCDE a récemment souligné : « *While the increased participation of index fund investments in commodity markets represents a significant structural change, this has not generated increased price volatility, implied or realised, in agricultural futures markets*³⁵ ».

Par ailleurs, il faut rappeler ici que la volatilité a toujours constitué une composante des marchés de matières premières. Les bulles spéculatives s'y développent depuis longtemps, indépendamment de la présence ou non d'investisseurs financiers, de même que la volatilité. Sur fond d'une tendance haussière de long terme dont on ne voit pas très bien comment elle pourrait être rompue, des facteurs tels que l'évolution de la production, la situation des stocks, l'estimation des réserves naturelles, ou la survenance d'aléas géopolitiques ou naturels sont des causes premières de cette volatilité.

36. La spéculation peut être aussi le fait des Utilisateurs Finaux. La spéculation, en tant qu'il s'agit de tirer profit d'une variation du prix d'un actif à terme, n'est pas propre aux seuls investisseurs financiers. Les Utilisateurs Finaux peuvent aussi avoir un comportement spéculatif sur les marchés DMP. Si l'enjeu devait être d'assurer que ces marchés ne soient que des outils de couverture des risques auxquels les exposent leur production ou leur consommation de matières premières, alors tout Utilisateur Final qui intervient autrement que pour couvrir un risque « réaliste » devrait être assimilé à un spéculateur puisque la logique de son intervention n'est pas différente (*v. infra § 57*).

Certes, le critère de la couverture d'un risque « réaliste » n'est pas nécessairement aisé à utiliser. Dans la mesure où toutefois la nécessité d'un encadrement de la spéculation serait admise, il serait difficilement admissible que ne soit pas également appréhendé l'Utilisateur Final qui se couvre au-delà de ce qu'il peut produire ou consommer.

37. Des investisseurs souvent seules contreparties d'Utilisateurs Finaux désireux de se couvrir. La décomposition opérée par la CFTC entre les différentes catégories d'intervenants se révèle



particulièrement intéressante à considérer en termes d'utilité de la présence d'investisseurs sur les marchés DMP. Le graphe ci-contre établi par Reuters en ce qui concerne le marché du cacao sur ICE, met en effet en évidence que sans leur présence (jaune) et celle des établissements financiers (bleu), les besoins de couverture exprimés par des Utilisateurs Finaux (vert) ne pourraient être satisfaits.



³⁴ Rapport AN n° 3034, 14 décembre 2010, p. 60 et s.

³⁵ Irwin, S. H. and D. R. Sanders (2010), "The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets: Preliminary Results", OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers, No. 27, OECD Publishing.

DOUZE AXES D'ACTION QU'IL EST PROPOSE AU G20 DE PRIVILEGIER

38. La forte interaction dérivés / physiques. Les développements qui précèdent mettent en lumière la forte interaction qui existe entre chaque marché DMP et son marché physique sous-jacent. Envisager la régulation de l'un indépendamment de l'autre n'a qu'un sens limité. Certes, des améliorations peuvent être spécifiquement apportées sur le segment dérivé. Leur impact restera toutefois faible, et certainement pas à la hauteur des enjeux que révèlent les tendances actuelles, si aucune action n'est simultanément entreprise sur le segment physique, puisque c'est lui qui dirige les fondamentaux autour desquels s'articulent nombre d'évolutions en discussion.

L'action du G20 doit donc aussi considérer attentivement la partie physique.

39. Mais une contribution qui ne considère le physique qu'intimement lié au dérivé. Si les marchés DMP ne peuvent être considérés indépendamment des marchés physiques, surtout dans une perspective de régulation, un certain nombre de questions reste cependant directement rattaché aux problématiques de fonctionnement du marché physique, et non à celles du marché dérivé, même si elles ont bien sûr une incidence causale directe sur le fonctionnement de ce dernier. Comme cela a été indiqué (*v. supra § 17 et s, 28*), c'est par exemple le cas des stocks, compte tenu des caractéristiques très particulières de l'offre et d'une partie de la demande, qui rendent tout à fait cruciales leur renforcement pour permettre ponctuellement des ajustements rapides qui ne sont possibles autrement qu'au travers d'une tension notable, mais parfois insupportable des prix.

La « régulation » du marché physique est toutefois une question très vaste qui dépasse notablement le champ de cette contribution. Aussi, les axes d'action qui sont proposés ici au G20 ne concernent le marché physique que pour autant qu'ils ont une incidence directe pour le bon fonctionnement du marché DMP.

40. Quelles priorités ? Au terme de son analyse, l'AMAFI a retenu douze axes d'actions autour desquels elle estime souhaitable que le G20 concentre son action. Parmi ceux-ci, sept lui semblent prioritaires en ce qu'ils devraient être mis en œuvre aussi rapidement que possible. Les cinq autres axes s'inscrivent dans une perspective de moyen terme dans la mesure où les choix de régulation qui pourront être faits nécessitent au préalable que soit acquise une connaissance plus intime d'un certain nombre de ressorts des marchés DMP.

Mais, avant de présenter ces douze axes d'actions, il est important de rappeler que, si la nécessité d'une régulation plus précise des marchés DMP ne peut faire de doute, il reste néanmoins indispensable de calibrer soigneusement celle-ci.

UNE REGULATION PLUS PRECISE EST NECESSAIRE MAIS SON CALIBRAGE DOIT PRENDRE EN COMPTE DIFFERENTS FACTEURS

41. Réguler pour rétablir la confiance. Si les effets exacts de la financiarisation accrue des marchés DMP restent à établir (*v. supra § 33 et s.*), l'AMAFI n'en tire pas pour autant pour conséquence qu'aucune action de régulation ne serait nécessaire. La mise en question par l'opinion publique des marchés financiers en général, des marchés DMP en particulier, ne peut en effet être considérée comme saine dans la mesure où elle repose trop souvent sur divers amalgames : si un certain nombre de dysfonctionnements mis en évidence par la crise doivent être corrigés sans conteste, et parfois énergiquement, l'utilité fondamentale des marchés sur le plan économique et social ne devrait quant à elle souffrir aucune discussion, surtout dans une perspective où l'on ne voit pas comment le rôle de ces marchés pour le bon financement de l'économie ne serait pas appelé à croître sensiblement au cours des prochaines années.

La perte de confiance assez générale aujourd'hui constatée dans les marchés constitue donc un véritable enjeu. De ce point de vue, comme elle l'a déjà souligné (*v. supra § 3*), l'AMAFI estime que des initiatives de régulation sont indispensables pour rétablir cette confiance, notamment pour montrer que les marchés étant encadrés, ils ne se développent pas indépendamment de l'économie réelle qu'ils servent.

42. L'impossibilité d'appliquer automatiquement les solutions dégagées pour les marchés financiers. A l'aune de la crise, et sous l'impulsion forte du G20, un travail important de régulation financière a été entrepris sur de nombreux aspects, dont la sécurisation des marchés dérivés. Mais, comme le montrent les différentes études et analyses consacrées aux problématiques des marchés DMP (*v. supra § 5*), les solutions dégagées à cette occasion ne peuvent être automatiquement étendues à ces derniers.

Il faut en effet d'abord tenir compte de l'interaction des marchés DMP avec les marchés physiques sous-jacents dans un contexte où l'information sur ceux-ci, pourtant centrale au regard du bon fonctionnement d'un marché dérivé, connaît des insuffisances manifestes, notamment en ce qui concerne l'état des stocks et des prix. Il faut également tenir compte de la moindre appréhension que la plupart des régulateurs financiers a des marchés DMP alors qu'une grande part des opérations et des acteurs échappe aujourd'hui à leur supervision. En ce sens, les actions de régulation qui doivent certainement être entreprises le plus immédiatement sont celles qui permettront à ces régulateurs d'acquiescer une visibilité suffisante en termes d'opérations réalisées, y compris en gré-à-gré, et des acteurs qui y opèrent. Alors que la régulation des marchés financiers « purs » s'est peu-à-peu construite au fil du temps, il serait d'autant plus hasardeux de se dispenser d'une phase d'analyse que beaucoup d'interrogations subsistent sur des marchés dont l'importance comme outil de couvertures des risques supportés par les Utilisateurs Finaux n'est pas à démontrer.

43. L'action de régulation ne sert que si elle ne laisse pas la possibilité au marché de se déplacer en dehors de son champ d'intervention. La question de l'interaction entre marché physique et marché DMP, comme celle des acteurs qui ne relèvent pas d'une régulation à proprement financière, imposent d'ailleurs encore plus de rigueur dans la recherche des solutions de régulation.

C'est en effet seulement si ces solutions sont reconnues par tous les utilisateurs comme améliorant l'efficacité des marchés à leur profit que les contraintes qui en résultent seront respectées par ceux sans lesquels une régulation plus stricte des marchés DMP paraît vouée à l'échec. C'est d'abord le cas au niveau des acteurs des marchés physiques sans la contribution desquels des données fiables et exhaustives sur ces marchés ne peuvent espérer être recueillies. Mais c'est aussi le cas de nombre d'Utilisateurs Finaux dont on ne voit pas très bien pourquoi ils se soumettraient à des contraintes supplémentaires dès lors qu'ils auront toujours la possibilité de déplacer leurs opérations dans des zones où ces contraintes ne leur seront pas applicables, causant par la-même l'affaiblissement de marchés qui aujourd'hui fonctionnent bien. Ces deux aspects sont d'ailleurs sans doute fortement complémentaires : la réalisation de l'un sans l'autre risque en effet d'apparaître injustifiable aux yeux des personnes visées.

44. Le consensus au seul niveau du G20 ne sera sans doute pas suffisant. Les décisions du G20 vont s'imposer, sous le contrôle des Etats qui le constituent, aux acteurs financiers qui sont établis ou régulés par eux. Elles n'ont en revanche pas vocation à être spontanément déclinées dans d'autres Etats.

Or, pour les raisons qui ont été précédemment énoncées, il est indispensable d'assurer que le nouveau cadre de régulation s'applique à tout le moins à une masse critique d'acteurs tant au niveau des marchés physiques que des marchés DMP. Cela peut donc nécessiter d'adjoindre au processus décisionnel du G20, certains Etats qui n'y seraient pas représentés mais qui auraient un poids tout à fait important par rapport à une matière première donnée (*v. infra § 46 et s.*).

AXE PRIORITAIRE N° 1 : MISSIONNER DIRECTEMENT LE CONSEIL DE LA STABILITE FINANCIERE EN TANT QU'INSTANCE DE PILOTAGE DE HAUT NIVEAU

45. Des problématiques lourdes qui nécessiteront des impulsions politiques. Affirmer que la régulation des marchés DMP ne peut être complètement déconnectée d'une élévation de la qualité de l'information disponible sur les marchés physiques sous-jacents induit des problématiques lourdes qui échappent totalement aux régulateurs financiers. L'OICV n'est certainement pas en mesure de gérer ces problématiques, comme le montre d'ailleurs l'appel de sa *Task-force* à une plus grande transparence de certaines données sur le marché du pétrole (*v. supra § 22*).

Il est dans ce contexte indispensable que des impulsions politiques puissent être données lorsque cela sera nécessaire, et c'est le rôle du G20. Il faut toutefois qu'il soit assisté à cet effet par une instance ayant l'autorité suffisante pour préparer certaines de ses décisions et suivre leur mise en œuvre effective dans les délais qui auront été considérés comme appropriés. En l'état actuel des choses, seul le Conseil de la Stabilité Financière apparaît en mesure d'assumer une telle mission. Pour qu'il puisse le faire, il faut toutefois qu'il en soit chargé officiellement par le G20, et il faut donc aller plus loin que la déclaration de Séoul demandant à la « *IOSCO's taskforce on commodity futures markets to report to the FSB for consideration of next steps in April 2011 on its important work* » (*v. supra § 1*).

AXE PRIORITAIRE N° 1

- ✚ Missionner directement le Conseil de la Stabilité Financière pour piloter et coordonner l'action de régulation sur les marchés DMP, et particulièrement en ce qui concerne le niveau d'informations à mettre en œuvre sur le marché physique.

AXE PRIORITAIRE N° 2 : DEFINIR LES MATIERES PREMIERES ESSENTIELLES POUR LESQUELLES L'APPLICATION DU NOUVEAU CADRE DE REGULATION EST PRIORITAIREMENT IMPORTANTE

46. Définir les MPE est prioritaire pour que le cadre de régulation fonctionne. Comme cela a été souligné (*v. supra § 44*), renforcer l'organisation et la supervision des marchés DMP et de leurs acteurs n'a de sens que pour autant qu'un nombre suffisant, non seulement de ces acteurs, mais aussi de ceux qui, par les informations qu'ils détiennent sur le sous-jacent physique, contribuera à la publication d'une information de qualité.

L'enjeu est donc de réunir sur ces deux composantes une masse critique de contributeurs sans laquelle toute action de régulation apparaît vouée à l'échec. Or, si dans certains cas cette masse critique pourra se constater au seul niveau du G20, il est probable que cela ne sera pas le cas le plus fréquent. Il deviendra alors nécessaire d'élargir la discussion aux Etats régulant les acteurs permettant de former une telle masse critique. Dans cette perspective, par essence, toutes les matières premières ne présentent pas le même enjeu : c'est seulement pour les Matières Premières Essentielles - MPE que la réunion d'une masse critique se révèle en pratique indispensable.

47. Quels critères pour définir les MPE. Au regard de l'objectif que constitue la régulation des marchés DMP, un critère s'avère tout à fait central : c'est le fait que la matière première concernée fasse l'objet d'un marché DMP suffisamment large et actif, ce qui n'est pas le cas d'un certain nombre d'entre elles, comme par exemple le riz.

Mais le critère d'un traitement sur un marché DMP ne peut bien sûr suffire, sauf à vouloir traiter un très grand nombre de matières premières, ce qui au regard de la nature des problématiques à résoudre en termes d'information sur le marché sous-jacent ne semble pas réaliste. Il faut donc également que la matière première présente une importance critique en elle-même, comme l'a d'ailleurs indirectement souligné le Président de la République en centrant sa préoccupation sur le pétrole et les produits agricoles. Les critères de nature à constater cette importance critique sont à établir par le G20, mais deux axes peuvent être soulignés :

- L'un est qu'il faut que la matière première concernée soit indispensable à la satisfaction d'un besoin humain vital.

Le pétrole, le gaz ou l'électricité le sont certainement dans la mesure où ils sont aujourd'hui indispensables au fonctionnement de toute économie. Certains métaux ont par ailleurs une importance stratégique pour les Etats³⁶. En matière agricole, la notion de sécurité alimentaire est centrale : le blé et le riz en sont indéniablement vitaux de ce point de vue, mais le cacao ou le café non.

- L'autre axe consiste sans doute à considérer l'importance particulière d'une matière première donnée pour une économie nationale. Si par exemple le cacao ne peut être considéré comme indispensable à la satisfaction d'un besoin humain vital, c'est en revanche une matière première tout à fait centrale pour l'économie d'un pays comme la Côte d'Ivoire.

³⁶ Selon Alexandre de Marenches, ancien directeur général des services de renseignements français, huit matières premières sont stratégiques pour un pays, en temps de guerre comme en temps de paix : le germanium (électronique avancée), le titane (sous-marins de chasse, alliage extrêmement résistant), le magnésium (explosifs), le platine (contacts aussi conducteurs que l'or pour l'aviation, circuits avec contacts rapides), le mercure (chimie nucléaire, instruments de mesure), le molybdène (acier), le cobalt (chimie nucléaire), le niobium (alliages spéciaux extrêmement rares) : v. C. Ockrent et A. de Marenches, Dans le secret des princes, éd. Stock, 1986, p. 193.

48. La possibilité d'une démarche progressive. L'établissement d'une liste des MPE peut en tout état de cause s'inscrire dans une démarche progressive, d'autant plus intéressante à considérer que les problématiques liées à l'information sur la matière première sous-jacente sont lourdes. On peut ainsi imaginer qu'une liste au départ assez réduite de MPE soit peu-à-peu enrichie au fur-et-à-mesure de l'avancée des travaux.

AXE PRIORITAIRE N° 2

- ✚ Définir les critères auxquels doivent obéir les MPE, étant observé qu'ils devraient être principalement articulés autour des matières premières qui, faisant l'objet d'un marché DMP suffisamment large et actif, sont indispensables à la satisfaction d'un besoin humain vital.
- ✚ Etablir la liste des MPE qui en résulte et, le cas échéant, les conditions de sa révision.
- ✚ Identifier les Etats qui, n'appartenant pas au G20, sont importants pour assurer qu'une masse critique de pays est, pour chaque MPE, disposée à participer à l'instauration et à la mise en œuvre du nouveau cadre de régulation.

AXE PRIORITAIRE N° 3 : ASSURER UNE TRANSPARENCE A MINIMA ET DE QUALITE SUR CERTAINES DONNEES PROPRES AUX MARCHES PHYSIQUES

49. Un axe important pour limiter les tensions non raisonnées sur les prix. Comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 20 et s.*), le bon fonctionnement des marchés DMP est étroitement lié à la qualité de l'information fournie sur le marché physique sous-jacent. Le marché révèle en effet l'état de l'anticipation faite par les acteurs qui le composent. Si ceux-ci, ou du moins un nombre suffisant d'entre eux sont insuffisamment informés, ou si leurs informations sont faussées leurs anticipations, et en conséquence le signal que chacun donne au marché, se trouvent également faussés³⁷.

Il est donc essentiel de faire en sorte que l'information dont disposent les acteurs des marchés DMP soit suffisamment précise pour permettre des anticipations raisonnées. La définition des informations qui doivent ainsi être publiées constitue un axe particulièrement décisif sur lequel le G20 est en mesure de produire des avancées importantes, même si l'on peut imaginer que le champ des données recueillies et publiées soit au démarrage assez restreint pour être progressivement enrichi au fur et à mesure que l'intérêt d'une meilleure information apparaîtra plus clairement à toutes les parties prenantes.

50. Une qualité de l'information directement dépendante du nombre de contributeurs. La qualité est l'exhaustivité de l'information sont essentielles. D'où l'intérêt d'ailleurs pour certaines MPE de réunir une masse critique de contributeurs, notamment au niveau des pays producteurs. Cela suppose bien sûr que les intérêts légitimes des contributeurs soient pris en compte, tant au niveau des entités commerciales et des enjeux concurrentiels qu'elles affrontent, que des Etats eux-mêmes, pour certains desquels, on ne peut ignorer que, s'agissant de certaines MPE, des enjeux stratégiques de premier plan peuvent être attachés aux données ainsi collectées (*v. supra § 19 et 23*).

Dans ce cadre, il paraîtrait intéressant d'examiner comment les données douanières, recueillies souvent de façon très exhaustive, pourraient être exploitées à ce titre, l'intérêt étant notamment de ne pas demander la production des mêmes données sous des formats ou via des canaux différents.

³⁷ Voir l'envolée du prix du blé l'été dernier (*v. supra § 22*).

51. Définir l'organisme en charge de la publication pour chaque MPE. Accroître la qualité et l'exhaustivité de l'information disponible sur le marché physique d'une MPE nécessite sans doute de définir, pour chaque MPE ou groupe de MPE, au niveau mondial, un organisme centralisateur et responsable de la diffusion de cette information. C'est en effet particulièrement important à un double titre :

- D'une part, en termes de capacité à contrôler, au moins par des vérifications de cohérence, que l'information communiquée ne comporte pas d'erreur substantielle ;
- D'autre part, en termes de consolidation des informations, tout à fait indispensable pour assurer que des données stratégiques au niveau d'un Etat ou d'une entité commerciale ne soient pas dévoilées³⁸.

Un certain nombre d'organismes internationaux paraissent devoir être assez naturellement missionnés à cet effet. On a déjà cité le JODI en matière de pétrole (*v. supra § 22*). En matière alimentaire, la FAO – *Food and agriculture organization of the United nations* fait plus naturellement autorité, même si au cours des derniers mois, nombre de ses prévisions se sont trouvées en décalage substantielle de la réalité.

52. Le centralisateur de l'information doit être doté de règles propres. Mais parce qu'il maniera des données qui peuvent être stratégiques pour certains contributeurs, l'organisme en charge de la publication de données sur le marché physique d'une MPE ou d'un groupe de MPE doit offrir à ces contributeurs des garanties quant à la confidentialité des informations qui lui sont remises et aux conditions dans lesquelles elles seront traitées, notamment en termes de niveau d'agrégation. Un corpus de règles destinées à fournir ces garanties devrait donc être élaboré.

Ce corpus devrait également encadrer les conditions de cette publication : on sait en effet que le moment de la publication de l'information peut avoir des impacts forts en termes de fonctionnement des marchés DMP.

AXE PRIORITAIRE N° 3

- ✚ Définir pour chaque MPE les informations concernant le marché physique qui sont indispensables au bon fonctionnement des marchés DMP, notamment pour assurer que les anticipations à partir desquels sont formés les cours soient suffisamment raisonnées.
- ✚ Assurer qu'une masse critique de contributeurs soit réunie.
- ✚ Définir, pour chaque MPE ou groupe de MPE, au niveau mondial, un organisme centralisateur et responsable de la diffusion de cette information.
- ✚ Doter cet organisme d'un corpus de règles propres garantissant les conditions de gestion des informations individuelles recueillies et définissant les conditions de la publication.

³⁸ Il est difficile d'imaginer par exemple que les éléments entourant la réponse à un appel d'offre dans le domaine agricole puissent être dévoilés tout comme il serait difficile d'imaginer qu'un avionneur soit obligé de dévoiler le prix effectif auquel il vend ses produits de par le monde aux compagnies aériennes.

AXE PRIORITAIRE N° 4 : DEFINIR LES CONDITIONS DANS LESQUELLES LES FORWARDS ENTRENT DANS LA CATEGORIE DES DMP

53. La nécessité d'une définition internationale harmonisée. Réguler les marchés DMP suppose que cette régulation s'appuie sur une définition commune des produits dérivés qui entrent dans son champ. Cette définition doit être suffisamment claire et précise pour éviter toutes incertitudes de la part des opérateurs.

Si le cas des *futures*, des options et des *swaps* ne soulève pas de question s'agissant de DMP, celui des *forwards* nécessite en revanche d'être clarifié.

54. Le cas des forwards. Les opérations dites de *forward* sont celles où, pour un prix convenu à l'avance, il y a, à un terme également convenu, une livraison physique. Comme tout contrat, le *forward* n'est modifiable qu'avec l'accord des deux parties, interdisant ainsi au vendeur de s'exonérer unilatéralement de son obligation de livraison. Le vendeur n'a ainsi la possibilité de procéder à l'annulation économique³⁹ de son engagement, qu'en concluant un ou plusieurs contrats, de même échéance mais de sens inverse, conduisant à ce qu'en pratique son obligation de livraison se transforme en obligation de re-livraison des matières premières qu'il recevra au titre de ces derniers contrats.

Dans ce contexte, il n'y a pas d'évidence à assimiler automatiquement le *forward* à un DMP, soumis en tant que tel à l'ensemble du cadre de régulation qui va être posé. C'est un instrument qui, par nature, se rattache plus au marché physique qu'au marché dérivé : c'est en effet moins un instrument de couverture qu'un instrument d'achat ou de vente à terme de matières premières (*v. supra § 20*). On ne peut toutefois ignorer que, si le sous jacent du *forward* est par ailleurs traité sur un marché DMP suffisamment large et actif, il peut alors devenir aisé pour certains opérateurs de contourner, au travers du processus d'annulation économique qui a été décrit, le cadre de régulation mis en place en utilisant des instruments, les *forwards*, qui n'y seraient pas soumis. Pour éviter cet écueil, il devrait donc être considéré que le *forward* dont le sous jacent est traité sur un marché DMP suffisamment large et actif constitue un DMP.

55. Assurer la transition ? La qualification en DMP des *forwards* répondant à la définition qui vient d'être donnée peut susciter des difficultés pour certains intervenants, car les obligeant à se placer sous un cadre de régulation pour lequel ils ne sont pas préparés. De ce point de vue, il peut donc s'avérer utile de prévoir une période de transition, quand bien même la décision au fond peut être prise très rapidement.

AXE PRIORITAIRE N° 4

- ✚ Assurer que les *forwards* dont le sous jacent est traité sur un marché DMP suffisamment large et actif constituent un DMP, en prévoyant si besoin est une période de transition.

³⁹ Cette annulation n'a en revanche pas de caractère juridique puisqu'en tel cas, le vendeur, qui reste pleinement engagé vis-à-vis de l'acheteur, supporte le risque de défaillance de ses contreparties.

AXE PRIORITAIRE N° 5 : DONNER LES MOYENS AUX REGULATEURS DE BIEN APPREHENDER LES INTERVENANTS ET LES OPERATIONS

56. Une connaissance encore insuffisante. Comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 43*), l'action de régulation aura un intérêt limitée, voire sera contreproductive, si son résultat est d'inciter les intervenants qui le peuvent à chercher à se placer en dehors du cadre défini. Pour éviter cet écueil, particulièrement important au cas particulier des marchés DMP, il est donc impératif d'assurer que cette action de régulation soit perçue positivement par une majorité d'intervenants, car améliorant à leur profit le fonctionnement des marchés DMP.

Or, la qualité d'un cadre de régulation restant étroitement liée à une connaissance suffisamment précise des marchés, de leurs fondamentaux, des intervenants qui y opèrent et des opérations qu'ils y réalisent, on ne peut ignorer que cette connaissance des marchés DMP par les régulateurs financiers est souvent insuffisante (*v. supra § 14*), seuls les Etats-Unis disposant d'une expertise réelle, car ancienne, en matière de régulation de ces marchés.

57. Connaître les intervenants : la classification CFTC. Une première étape est liée à la connaissance des différentes catégories d'intervenants, surtout dans une perspective où l'un des objectifs poursuivis est d'éviter une trop grande financiarisation des marchés DMP, au motif qu'elle serait préjudiciable. A ce jour, seule la CFTC a mis en place une classification distinguant quatre grandes catégories d'intervenants :

- *Producer/Merchant/Processor/User: an entity that predominantly engages in the production, processing, packing or handling of a physical commodity and uses the futures markets to manage or hedge risks associated with those activities.*
- *Swap Dealer: an entity that deals primarily in swaps for a commodity and uses the futures markets to manage or hedge the risk associated with those swaps transactions. The swap dealer's counterparties may be speculative traders, like hedge funds, or traditional commercial client that are managing risk arising from their dealings in the physical commodity.*
- *Money Manager: a registered commodity trading advisor (CTA); a registered commodity pool operator (CPO); or an unregistered fund identified by CFTC.7 These traders are engaged in managing and conducting organized futures trading on behalf of clients.*
- *Other Reportables: Every other reportable trader that is not placed into one of the other three categories is placed into the "other reportables" category.*

Certes, cette classification présente un certain nombre d'imperfections. Elle n'est ainsi pas nécessairement en mesure de saisir tous les maillons de la chaîne qui, depuis le client final, conduit à la conclusion d'un DMP. Surtout, elle tient peu compte de la perméabilité des catégories. On observe ainsi qu'aujourd'hui certains acteurs d'origine financière se dotent de capacités de production industrielle en lien avec leurs interventions sur les DMP. On rappelle également que certains Utilisateurs Finaux mènent parfois des activités similaires à celles des financiers, qu'il est d'autant plus difficile d'identifier que la distinction entre couverture d'un besoin « réel » et action de « spéculation » n'est pas toujours simple à établir⁴⁰ (*v. supra § 36*).

58. L'importance d'une classification harmonisée au niveau international. Il n'en reste pas moins que, malgré ses faiblesses, la mise en place d'une classification des intervenants constitue un premier pas indispensable. D'abord pour connaître plus précisément le poids de chaque catégorie dans les marchés DMP et mener, en conséquence, les actions qui paraîtront utiles. Ensuite, parce que si ces actions doivent être distinctes selon les catégories d'intervenants (*v. infra § 65 et s.*), il sera en tout état de cause nécessaire d'avoir déterminé préalablement les acteurs couverts par chacune.

⁴⁰ Si couvrir au-delà d'un risque réaliste procède d'une intention qui n'est pas différente de celle d'un « spéculateur », en revanche, un Utilisateur Final qui choisirait de ne pas couvrir la totalité de son risque reste sans doute dans l'appréciation souveraine de son besoin effectif de couverture.

Il est particulièrement important en la matière de parvenir à une classification harmonisée au niveau international. Compte tenu en effet de la capacité de certains acteurs à intervenir dans différentes zones géographiques, l'information à disposition des régulateurs ne pourra être utilisée à bon escient, que si, un même acteur, sur une même famille de produits, est classé de la même façon quel que soit le marché ou le pays dans lequel il intervient.

59. Connaître les opérations : l'importance des référentiels centraux. Mais si la connaissance des intervenants est importante, celle des opérations l'est également. De manière générale bien sûr, pour donner au régulateur la vision la plus complète possible, mais aussi par rapport à l'enjeu que constitue la possibilité de préciser la classification des intervenants pour permettre d'appréhender les différentes natures d'opérations qu'ils peuvent réaliser (*v. supra § 36 et 57*). On peut ainsi imaginer que, sur la base de la connaissance acquise au travers de la collecte d'un certain nombre d'informations, chaque catégorie soit ultérieurement subdivisée pour distinguer particulièrement les opérations de pure couverture des autres.

Dans l'acquisition de cette connaissance, les référentiels centraux (*Trade repositories*), qui doivent assurer l'enregistrement des opérations réalisées, sont indispensables. S'agissant toutefois des marchés DMP sur lesquels la part du sur-mesure est importante, et où la standardisation accrue des contrats connaît des limites, l'un des enjeux sera d'assurer que les régulateurs puissent tirer des enseignements utiles à partir de données qui resteront pour une part hétérogènes.

60. Les règles applicables aux référentiels centraux. Les référentiels centraux constitueront des pivots pour l'alimentation en données des régulateurs, mais aussi des marchés pour la partie de ces données qui donnera lieu à publication. Dans le même temps, ces données, au moins sous leur format individuel, auront un caractère sensible pour beaucoup d'intervenants (*v. supra § 23 et infra § 62*).

De la même façon que pour ce qui concerne les données propres aux marchés physiques (*v. supra § 52*), il est donc nécessaire que les référentiels centraux soient dotés de règles précises, notamment en termes :

- De fonctionnement et de gouvernance, et particulièrement en matière de gestion de la confidentialité des informations qu'ils traitent, de conditions d'accès à ces informations par les autorités, d'échanges avec d'autres référentiels centraux, de publication ;
- De conditions d'alimentation, pour assurer que les opérations, surtout quand elles sont complexes (i.e. contrat d'option exotique s'appuyant sur plusieurs actifs de référence dont des DMP), soient traitées de façon homogène pour ne pas fausser l'image qui sera donnée.

AXE PRIORITAIRE N° 5

- ✚ Etablir une classification internationale harmonisée des intervenants, probablement en reprenant le schéma mis en place par la CFTC.
- ✚ Prolonger pour les DMP le travail de mise en place de référentiels centraux déjà lancé par le G20 pour les produits dérivés en général.
- ✚ Définir le corps de règles s'appliquant à ces référentiels centraux, tant en termes de fonctionnement et de gouvernance, qu'en ce qui concerne les conditions de leur alimentation.
- ✚ Prévoir de se servir de la connaissance ainsi acquise pour examiner à terme comment la classification des intervenants pourra être précisée pour mieux appréhender les opérations de couverture réalisées par chaque catégorie.

AXE DE MOYEN TERME N° 6 : S'APPUYER SUR LA CONNAISSANCE ACQUISE POUR PRECISER LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PROPRES AUX MARCHES DMP DE GRE-A-GRE

61. Transparence-reporting et transparence-publication. Utiliser le terme transparence en matière de marché conduit souvent, si l'on exclut la problématique de la transparence du marché sous-jacent qui relève d'une autre logique (*v. supra § 49 et s.*), à confondre deux aspects fondamentalement différents : d'un côté, le *reporting* aux seuls régulateurs, voire aux infrastructures de marché, pour leur permettre d'exercer leurs missions ; de l'autre, la publication à destination du marché de données qui paraissent essentielles à la bonne information de tous et qui permettent d'améliorer le processus d'anticipation des intervenants. En réalité toutefois, le terme transparence n'a vocation à être utilisé que pour désigner ce second aspect, le premier étant quant à lui directement rattaché à la mission de régulation.

La transparence-publication se scinde elle-même en deux sous-catégories : la transparence pré-négociation particulièrement importante pour la bonne efficacité du processus de formation des prix mais qui ne se conçoit que dans le cadre de mécanismes de marché organisé ; la transparence post-négociation qui permet de faire connaître publiquement le prix auquel les opérations ont été effectuées, et qui de ce fait rétroagit aussi sur le processus de découverte des prix.

62. Des données qui peuvent être sensibles pour les intervenants. Si le reporting ne pose guère de question en soi, dans la mesure où il n'est pas contestable que les informations nécessaires aux régulateurs ou infrastructures de marché et de compensation soient mises à leur disposition sans réserve⁴¹, il en va en revanche différemment concernant la publication au marché. Sauf à exposer les opérateurs à des risques élevés, il n'est pas envisageable que certaines opérations soient publiées avant qu'ils n'aient eu la possibilité de se défaire de leur risque sur d'autres intervenants.

Cette problématique est d'ailleurs bien connue sur les marchés financiers « purs » où, pour ne pas affecter la capacité de certains intervenants à prendre des risques utiles pour le bon fonctionnement de ces marchés et la satisfaction des besoins qui s'y expriment, la transparence-publication est organisée en conséquence.

63. Marché organisé et marché de gré-à-gré. L'enjeu de la transparence est faible, voire inexistant sur les marchés organisés qui fondent une large partie de leur intérêt sur des standards généralement élevés de transparence, tant d'un point de vue pré-négociation que post-négociation. L'enjeu se situe en revanche sur les opérations de gré-à-gré, et sur l'utilisation à des fins de publication des informations que vont recueillir les référentiels centraux.

S'il y a certainement un intérêt à ce que le marché dans son ensemble puisse bénéficier d'informations enrichies sur les opérations réalisées de gré-à-gré, il est toutefois indispensable que ces informations soient calibrées de manière à éviter qu'un intervenant donné ne soit exposé à des risques indus du fait de leur publication : les discussions menées sur cet aspect au niveau européen mettent d'ailleurs en évidence que les Utilisateurs Finaux sont particulièrement attentifs à cet aspect qui, avec les établissements financiers, les concernent au premier chef. Ce facteur est ainsi d'autant plus important à considérer dans un contexte de mobilité réelle de certains intervenants et opérations, et notamment des Utilisateurs Finaux.

⁴¹ La seule limite véritable est celle de son coût pour les intervenants par rapport à la capacité des régulateurs à utiliser efficacement les données recueillies pour mener à bien leurs missions. Plus le coût de mise en place et de maintenance est élevé, plus il est nécessaire que cette efficacité soit assurée.

64. Préciser progressivement les obligations de publication. Il est donc essentiel d'apprécier aussi précisément que possible le niveau de publication utile en ce qui concerne les opérations de gré-à-gré. Souvent d'ailleurs, cette publication devrait être opérée au travers de formats agrégés à l'image du Commitments of Traders Reports mis en place par la CFTC en ce qui concerne les marchés organisés placés sous sa supervision.

La meilleure connaissance des acteurs et de leurs opérations qui sera mise en œuvre doit permettre d'établir le niveau de publication adapté prenant en compte l'intérêt particulier de chaque intervenant par rapport à l'enjeu général d'une meilleure information du marché. Il convient donc que l'approche soit progressive au fur et à mesure de ce que révélera cette connaissance plus approfondie.

AXE DE MOYEN TERME N° 6

- ✚ Préciser progressivement, en ce qui concerne les opérations de gré-à-gré, et au regard de ce que révélera la connaissance acquise des intervenants et des opérations, les obligations de publication à partir des informations recueillies par les référentiels centraux.

AXE PRIORITAIRE N° 7 : DONNER AUX REGULATEURS DES MOYENS D'ACTION AU TRAVERS DES LIMITES DE POSITION MAIS DONT L'UTILISATION DOIT ETRE MESUREE

65. L'enjeu des limites de position. Les limites de position sont un moyen de restreindre les interventions de certains opérateurs, considérés comme ayant un poids trop important dans le marché. Dans des marchés DMP où aujourd'hui les positions prises par les intervenants financiers sont fréquemment accusées de déstabiliser l'évolution normale de ces marchés, de favoriser la hausse des prix et d'amplifier la volatilité (*v. aussi infra § 76*), les mécanismes de limites de position constituent bien évidemment un outil particulièrement intéressant : ils sont en effet le moyen, lorsque ces intervenants ont pris une certaine part du marché, de leur interdire de l'accroître encore.

Alors que ce n'est pas le cas à ce jour (*v. supra § 33 et s.*), s'il était établi que de manière ponctuelle ou structurelle, au-delà d'un certain niveau, la participation des intervenants financiers devient contreproductive, il est certain que ces mécanismes devraient être à la disposition des régulateurs.

66. Les différentes limites de position. Les limites de position sont des outils connus sur les marchés organisés où leurs opérateurs et les chambres de compensation les utilisent fréquemment pour assurer le bon fonctionnement du marché. Trois grandes catégories de limite existent :

- La limite de position stricto sensu qui détermine le nombre maximal de contrats de même catégorie qu'un même opérateur peut détenir.
- La limite d'emprise de marché qui, par rapport au volume constaté sur le marché de façon évolutive, détermine le pourcentage maximal de contrats de même catégorie qu'un même opérateur peut détenir.
- La limite d'exposition qui permet de déterminer le risque maximal que peut prendre un même opérateur sur des contrats de même catégorie en considérant les actifs sous-jacents qu'il détient pour satisfaire à ses engagements de livraison.

67. Des outils qui ont leurs limites. Si elles sont certainement des outils utiles, qui doivent être à disposition des régulateurs en cas de besoin, les limites de position ne peuvent pour autant être considérée comme ayant une efficacité absolue.

Au moins trois séries de difficultés doivent ainsi être prises en compte :

- L'efficacité des limites de position est bien évidemment d'abord directement liée à la catégorisation des intervenants. L'enjeu réel n'est en effet pas de limiter le poids d'une catégorie particulière d'intervenants, mais de limiter un type d'opérations considéré comme déstabilisateur pour le marché : c'est donc la nature spéculative des opérations effectuées par certains opérateurs financiers qui est d'abord en question et non le fait même que ces opérateurs interviennent sur les marchés DMP. Pour être convenablement atteint, cet objectif renvoie à la nécessité de pouvoir bien appréhender les opérations spéculatives, et ainsi à celle d'une catégorisation suffisamment fine des opérateurs (*v. supra § 56 et s.*).

Cette question est particulièrement importante au regard du traitement des établissements financiers qui conduisent simultanément plusieurs types d'activités (compte propre, syndication, couverture des swaps, ...). D'une part, il est essentiel de ne pas indument obérer leur capacité à fournir des services aux Utilisateurs Finaux en limitant la possibilité qu'ils ont de mettre en place des contrats DMP sur-mesure, mais qui supposent qu'ils puissent par ailleurs se défaire du risque ainsi pris sur une ou plusieurs autres contreparties. D'autre part, il faut aussi éviter de fausser le champ concurrentiel en laissant des Utilisateurs Finaux réaliser des opérations assimilables à des opérations spéculatives qui seraient interdites aux investisseurs.

- Si les limites de position sont des outils maîtrisés au niveau de chaque marché organisé ou chambre de compensation⁴², il n'existe en revanche pas aujourd'hui de mécanisme permettant d'appréhender la position globale (c'est-à-dire tous marchés) d'un intervenant, y compris ses positions prises en gré-à-gré, voire des positions prises au travers de produits dits compatibles comme les ETF.

La capacité à mettre en œuvre une limite de position globale est toutefois d'autant plus essentielle que l'on constate aujourd'hui que certains intervenants (notamment sur les produits agricoles), lorsqu'ils se trouvent boqués par leur limite de position sur un marché donné, contournent cette difficulté en opérant alors sur un autre marché, quand bien même le produit sous-jacent ne serait pas exactement le même.

- Les limites de position supposent une appréciation évolutive tout au long de la vie d'un contrat, de son ouverture à son échéance. Il faut en effet souligner qu'à l'ouverture d'une échéance, il est normal que le premier intervenant représente 100 % de la position ouverte, et que ce n'est que lorsque l'échéance du contrat devient proche, que la limite de position devient en pratique tout à fait importante pour assurer le bon fonctionnement du marché, et notamment le bon déroulement des livraisons.

68. Permettre la déduction des opérations back to back. En tout état de cause, il est important que le calcul des limites de position permette de déduire les positions de sens contraire qui sont prises pour répondre au besoin de couverture d'un Utilisateur Final.

Toute autre solution conduirait en effet à un double effet négatif :

- Fausser la vision du marché en prenant en compte deux fois la même chose.
- Réduire indûment la capacité des établissements financiers à répondre aux besoins de leurs clients en leur fournissant la contrepartie nécessaire.

69. Des enjeux qui commandent une utilisation adaptée. Si elles peuvent s'avérer utiles au regard des problématiques que révéleraient une meilleure connaissance des marchés DMP par les régulateurs, les limites de position comportent toutefois des risques d'affaiblissement du bon fonctionnement de ces marchés en cas de mauvais calibrage. Ces risques sont révélés au travers des travaux menés en ce moment par la CFTC en ce qui concerne la définition de limites de position pour les

⁴² Le marché de référence par rapport auquel est calculée la limite est celui d'un marché organisé donné.

métaux, les produits agricoles et l'énergie en application du *Dodd-Frank Act.* : la CFTC a en effet annoncée récemment que le processus de mise en place de ces limites prendrait plus de temps qu'initialement prévu

Compte tenu des enjeux que comporte le calibrage des limites de position, il est indispensable d'avoir, dans un premier temps, une période d'observation fondée sur les données recueillies par les référentiels centraux, les chambres de compensation et les plateformes de négociation. Ce n'est en effet que sur cette base que pourront ensuite être fixées des limites appropriées.

AXE PRIORITAIRE N° 7

- ✚ Donner au régulateur la capacité d'utiliser des mécanismes de limites de position en cas de besoin.
- ✚ Approfondir la réflexion pour déterminer comment les limites de position pourraient appréhender des catégories d'opérateurs au regard du type d'opérations qu'ils mènent.
- ✚ Approfondir la réflexion pour déterminer comment un mécanisme de limite de position globale pourrait être mis en œuvre afin de considérer l'ensemble des opérations qui peuvent être réalisées, qu'elles le soient sur différents marchés organisés, via le marché de gré-à-gré ou via des produits compatibles type ETF.
- ✚ Assurer que les positions de sens contraire qui sont prises face à un même besoin puissent être déduites les unes des autres afin d'assurer le fonctionnement efficient des limites de position.

AXE DE MOYEN TERME N° 8 : DEVELOPPER LA COMPENSATION SUR LES DMP

70. Des infrastructures majeures pour la prévention des risques systémiques. Le rôle des chambres de compensation est tout à fait central dans une perspective de prévention du risque systémique.

Cette question a déjà été largement traitée par le G20 en ce qui concerne les produits dérivés en général, et les positions claires prises en faveur d'un plus grand recours aux chambres de compensation ont certainement vocation à s'appliquer aux DMP : outre en effet que les DMP constituent en pratique un sous-ensemble des produits dérivés, il n'est pas possible d'ignorer que ces instruments sont susceptibles d'être un facteur de propagation du risque systémique dans un environnement où les financiers sont de plus en plus nombreux à intervenir sur ceux-ci.

71. Veiller à certains enjeux. La déclinaison aux DMP des principes arrêtés par le G20 en matière de compensation des produits dérivés doit toutefois prendre en compte deux catégories d'enjeux spécifiques.

La première concerne les conditions de traitement des Utilisateurs Finaux au regard des inquiétudes qu'ils ont manifestées quant aux surcoûts qu'induirait pour eux la mise en œuvre d'une obligation de compensation⁴³. Si des surcoûts paraissent inévitables, une exonération totale ou partielle de

⁴³ Dans sa réponse à la consultation de la Commission européenne sur la base de laquelle elle a publié le 15 septembre dernier la proposition de règlement EMIR, l'European Association of Corporate Treasurers estimait ainsi « *Unless a more favourable treatment is allowed, non-financial companies that could and would decide to continue to*

compensation à leur profit des Utilisateurs Finaux ne peut pourtant prendre appui sur ce seul constat. D'une part, par rapport à l'enjeu de prévention de la propagation du risque systémique, et au coût qui en résulte pour la collectivité⁴⁴, encore faut-il s'assurer que les Utilisateurs Finaux ne peuvent contribuer à cette propagation, ce qui nécessite sans doute de prendre en compte l'importance de leurs opérations sur un marché DMP donné. D'autre part, en pratique, les contreparties des Utilisateurs Finaux étant fréquemment d'autres types d'opérateurs, on voit mal comment il serait possible d'assujettir à une obligation de compensation les uns tout en exonérant les autres. De ce simple fait d'ailleurs, il faut rappeler que le relèvement en cours des exigences prudentielles qui pèsent sur les établissements financiers, qui sont des contreparties importantes sinon essentielles des Utilisateurs Finaux, va inévitablement conduire à renchérir le coût des « lignes de crédit » qui constituent le collatéral des opérations conclues avec eux.

La seconde catégorie d'enjeux concerne la volonté de certains régulateurs d'augmenter les surcharges en capital pour pénaliser les opérations OTC qui ne seront pas compensées. De telles surcharges, qui peuvent paraître appropriées dans une perspective de prévention du risque systémique, risquent en revanche de se révéler contreproductives dans toutes les situations où les Utilisateurs Finaux sont demandeurs de produits atypiques, seuls en mesure de couvrir des risques spécifiques, mais qui par nature ne sont pas compensables.

AXE DE MOYEN TERME N° 8

- ✚ Examiner, au regard de la plus grande connaissance qui sera acquise des marchés DMP, comment adapter le principe général d'un plus grand recours à la compensation en matière de produits dérivés au cas particulier des DMP pour tenir compte :
 - Des surcoûts qui peuvent en résulter pour les Utilisateurs Finaux au regard du double enjeu de prévention du risque systémique et de préservation d'un champ concurrentiel équilibré entre les intervenants soumis à l'obligation de compensation et ceux qui ne le seraient pas ;
 - De l'intérêt de maintenir la capacité des établissements financiers à proposer des produits sur-mesure, par essence non compensables.

hedge would end up with a new liquidity risk resulting from the need to post cash collateral. For non-financial companies their derivative transactions are (unlike the banks' deals) one-sided - because they hedge and do not act as market makers; the cash needs would be enormous, causing grave risk of default due to a company exhausting the liquidity reserves it must hold for present or possible future major market moves. Some of the companies supporting this response estimate these cash needs could reach 100% and more of their market capitalization. »

⁴⁴ De ce point de vue les décisions qui seront prises en matière prudentielle s'agissant des établissements financiers constitueront une dimension importante du débat.

AXE DE MOYEN TERME N° 9 : PRÉCISER LES CONDITIONS DANS LESQUELLES UN PLUS GRAND RECOURS AUX MARCHÉS ORGANISÉS EST POSSIBLE ET SOUHAITABLE

72. La standardisation, indispensable à la compensation, peut aussi permettre de développer les marchés organisés. Le développement de la compensation dont la nécessité est peu discutable, repose sur un préalable important qui est la standardisation des contrats. Or, cette standardisation est également un préalable indispensable pour un éventuel traitement de ces contrats sur des marchés organisés, dont on sait qu'ils présentent un certain nombre d'avantages en termes d'efficacité du processus de découverte des prix, notamment par la mise en œuvre de mécanismes de transparence pré-négociation, et de surveillance de leur fonctionnement ordonné (*v. supra § 11*).

Il paraîtrait dans ce contexte approprié de chercher à développer, en même temps que la compensation, les marchés organisés. L'observation que les Etats-Unis ont pris en matière de produits dérivés des positions assez radicales à ce sujet, devrait d'ailleurs renforcer l'incitation en ce sens.

73. Mais un approfondissement reste nécessaire. L'observation toutefois que malgré leurs avantages, les marchés organisés ne sont pas le seul modèle autour duquel se développent les marchés DMP (*v. supra § 12*) incite toutefois à la prudence. Il est nécessaire de vérifier d'abord les raisons pour lesquelles les intervenants ne privilégient pas systématiquement les marchés organisés, les problématiques liées à la compensation étant certainement l'une de ces raisons mais probablement pas la seule.

Une phase d'observation et d'approfondissement de la connaissance des marchés DMP par les régulateurs constitue donc un préalable indispensable à toute initiative de régulation sur ce point.

AXE DE MOYEN TERME N° 9

- ✚ Prévoir que les régulateurs approfondissent leur connaissance des marchés DMP grâce aux moyens qui vont leur être conférés, avant de prendre toute initiative de régulation en vue d'assurer un plus grand recours aux marchés organisés en lieu et place des marchés de gré-à-gré.

AXE DE MOYEN TERME N° 10 : APPROFONDIR LA REFLEXION SUR LES CONDITIONS DE MISE EN PLACE D'UN CADRE AD HOC PERMETTANT LA REPRESSION DES ABUS DE MARCHE

74. Une problématique renouvelée par rapport aux marchés financiers. Les abus de marché (délit d'initié, fausse information et manipulation de cours) sont des comportements qui, depuis de nombreuses années, sont sévèrement réprimés sur les marchés financiers, en tant qu'ils fragilisent la confiance sans laquelle ces marchés ne peuvent efficacement fonctionner. A ce titre, l'utilité d'un cadre de régulation permettant de réprimer les abus de marché sur les marchés DMP ne peut faire de doute : c'est un élément d'autant plus important de la confiance des utilisateurs de ces marchés qu'on constate régulièrement la survenance de situations non souhaitables, notamment en termes de mise en place de *squeezes*⁴⁵.

L'observation que le cadre propre aux abus de marché s'articule étroitement autour de l'égalité d'accès à l'information (*v. supra § 25*) conduit toutefois à renouveler profondément la problématique en ce qui concerne des marchés DMP où l'information sur le sous-jacent physique connaît des imperfections manifestes. D'ailleurs, les « abus de marché » les plus fréquents concernent des situations où la maîtrise du sous-jacent physique s'avère indispensable.

75. Mais une solution qui repose sur certains préalables. Il n'est ainsi pas possible de dissocier l'action en matière d'abus de marché de celle qui doit être entreprise pour préciser la nature des informations à publier pour les marchés physiques, et les conditions de cette publication.

Un approfondissement de la réflexion permettant de définir quelques grands principes fondateurs, harmonisés au niveau international, doit ainsi être enclenché.

AXE DE MOYEN TERME N° 10

- ✚ Approfondir la réflexion en vue de poser au niveau international les grands principes autour desquels doit s'articuler la répression des abus de marché en tenant compte de l'interaction avec l'information disponible sur le marché sous-jacent.

AXE DE MOYEN TERME N° 11 : ANALYSER L'INFLUENCE EVENTUELLE DES ETF ET ETP DANS LES PHENOMENES DE VOLATILITE

76. Répondre à la préoccupation publique. Dans la recherche d'explication à une volatilité qui serait accentuée, le rôle des investisseurs financiers en général, des ETF en particulier, est souvent présenté comme un facteur décisif (*v. supra § 32 et s.*). Cette mise en cause n'est pas saine car au travers elle c'est la légitimité même du système financier qui se trouve atteinte et le rôle central qu'il joue dans les économies modernes. Il est donc indispensable que sous l'autorité du G20, une réponse claire puisse être apportée à cette question, afin que, si le besoin d'une limitation du poids des investisseurs financiers, ETF et ETP compris, dans les marchés DMP s'avère présenter une utilité avérée, les mesures

⁴⁵ Le *squeeze* ou « étranglement de marché » est l'organisation d'une pénurie artificielle d'une ressource naturelle ou d'une marchandise en vue de provoquer une hausse des prix. Par exemple, un producteur de blé disposant d'une récolte importante va, pour tirer artificiellement les prix à la hausse, se porter acheteur de contrat à terme sur le blé forçant les vendeurs à l'approche de l'échéance à soit racheter plus cher les contrats vendus, soit à surpayer pour trouver la quantité de blé qu'ils doivent livrer à l'échéance. Le producteur pourra ainsi bénéficier d'une hausse de prix qu'il a « organisée ».

nécessaires à cet effet puissent être prises, vraisemblablement essentiellement au travers de limites de position (*v. supra § 65 et s.*).

En tant que tel, cet axe mériterait certainement de constituer un axe prioritaire compte tenu de son importance. Toutefois, alors que différentes analyses ont déjà conclu à une absence d'effet significatif de ces produits de gestion collective sur la volatilité (*v. supra § 35*), il est peu probable qu'une nouvelle étude soit à ce stade en mesure de modifier la perception publique. Seule, une décision appuyée sur une connaissance plus approfondie des marchés DMP par les régulateurs financiers, elle-même dépendante d'un certain nombre de propositions formulées par ailleurs, paraît pouvoir le permettre. Cette analyse doit donc s'inscrire dans une perspective de moyen terme.

AXE DE MOYEN TERME N° 11

- ✚ Analyser sur la base de la connaissance plus approfondie des marchés DMP qui sera acquise, l'influence éventuelle des ETF et ETP dans les phénomènes de volatilité.

AXE PRIORITAIRE N° 12 : SOUTENIR LE TRAVAIL DE REVISION DES REGLES DE COMPTABILISATION APPLICABLES AUX UTILISATEURS FINAUX

77. Une problématique importante en cours de traitement. Les normes comptables applicables aux Utilisateurs Finaux introduisent aujourd'hui une claire différence dans l'utilisation des DMP, selon que leur dénouement donne lieu ou non à une livraison physique, sans tenir compte de la finalité même de ces instruments qui, lorsqu'ils sont utilisés à titre de couverture d'un risque effectivement supporté, ne dénouent pas nécessairement par une telle livraison physique (*v. supra § 26*). La conséquence très pratique est d'obliger les Utilisateurs Finaux à comptabiliser les DMP dénoués en espèces en juste valeur, et donc, outre les difficultés de valorisation inhérentes aux DMP sur-mesure traités de gré-à-gré, à supporter dans leurs comptes les conséquences qui peuvent résulter de la volatilité des marchés, sans traduire pleinement leur nature d'instrument de couverture.

L'IASB mène actuellement des travaux sur ce point qui devraient permettre de résoudre à l'horizon 2015 cette difficulté⁴⁶. Il est important que le G20 appuie cette initiative.

AXE PRIORITAIRE N° 12

- ✚ Soutenir le travail de révision lancé par l'IASB en vue de définir des normes comptables qui tiennent pleinement compte de la nature des DMP, lorsqu'ils sont utilisés à titre de couverture d'un risque effectivement supporté.



⁴⁶ Lancement en décembre dernier d'une consultation publique sur cette question : Hedge accounting, Exposure Draft ED/2010/13.

ANNEXE 1

COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

- Béatrice Ambrosi (Sales Manager) NEWEDGE
- Claire Anderson (Responsable Juridique) POWERNEXT
- Yvette Bange (Compliance officer) MF GLOBAL UK Ltd (Paris Branch)
- Haroun Boucheta (Juriste financier chargé des affaires publiques) SOCIETE GENERALE CIB
- Jonathan Bradshaw (Sales Director) ABN AMRO CLEARNG
- Jeanine Busserolle (Responsable de la conformité) SIGMA TERME
- Gilles Clerc (Deputy Director, Market Secretariat) NYSE LIFFE
- Olivier Coupard (Head of Legal & Regulatory Watch) CA CIB
- Fabien Defrance (Deputy Director Risk) LCH.CLEARNET SA
- Boudjema Fares (Global Equities and Commodity Derivatives -Strategy and Risk) BNP PARIBAS
- Guillaume Fouchères (Commodity Trader) EXANE DERIVATIVES
- Nicolas Kompalitch (Head of Commodity trading) EXANE DERIVATIVES
- Benoit Marie (Directeur des Opérations) ORBEO
- Néolida Olouman (Responsable Juridique) BLUENEXT
- Fabien Pendaries LCH.CLEARNET SA
- Lionel Porte (Commodity Products Manager - Paris) NYSE LIFFE
- Vincent Remay (Conseiller du Président) VIEL & CIE
- Laurent Texier (RCSI) Groupe ODDO
- Jean Tricou (Directeur BFI) FEDERATION BANCAIRE FRANCAISE
- Roland de la Tullaye (Head of Compliance) NEWEDGE
- Nashenta Vuddamalay (Service Juridique) BLUENEXT

- Dominique Depras (Directeur Infrastructure des marchés) AMAFI
- Bertrand de Saint Mars (Délégué général adjoint) AMAFI

ANNEXE 2 GLOSSAIRE DES TERMES UTILISÉS

- CBOT :** Chicago Board of Trade (<http://www.cmegroup.com/>)
- CME :** Chicago Mercantile Exchange (<http://www.cmegroup.com/>)
- CFTC :** U.S. Commodity Futures Trading Commission (<http://www.cftc.gov/>)
- CPO :** Commodity Pool Operators
- CRE :** Commission de Régulation de l'Énergie (<http://www.cre.fr/>)
- CTA :** Commodity Trading Advisers
- DMP :** Dérivés de Matières Premières
- EMIR :** European Market Infrastructure Regulation
(<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52010PC0484:FR:NOT>)
- ETF :** Exchange Traded Funds
- ETP :** Exchange Traded Products
- FAO :** Food and Agriculture Organization of the United Nations (<http://www.fao.org/>)
- FSB:** Financial Stability Board (<http://www.financialstabilityboard.org/>)
- IASB :** International Accounting Standards Board (<http://www.ifrs.org/Home.htm>)
- ICE :** Intercontinental Exchange (<https://www.theice.com/homepage.ihtml>)
- IEA :** International Energy Agency (<http://www.iea.org/index.asp>)
- IEF :** International Energy Forum (<http://www.ief.org/Pages/index.aspx>)
- IOSCO:** International Organization of Securities Commission (<http://iosco.org/>)
- ISDA :** International Swaps and Derivatives Association (<http://isda.org/>)
- JODI :** Joint Oil Data Initiative (<http://www.jodidata.org/>)
- MPE :** Matières Premières Essentielles
- NYMEX :** New York Mercantile Exchange (<http://www.cmegroup.com/>)
- OCDE :** Organisation de Coopération et de Développement Économiques (<http://www.oecd.org/home/>)
- OICV :** Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (voir IOSCO ci-dessus)
- OGM :** Organisme Génétiquement Modifié
- OPEC :** Organization of the Petroleum Exporting Countries (http://www.opec.org/opec_web/en/)
- OTC :** Over The Counter, désigne les opérations réalisées en dehors des marchés organisés, de gré-à-gré
- WTI :** West Texas Intermediate