



L'autorité de régulation américaine adopte ses nouvelles règles concernant les limites de position

Le 18 octobre dernier, la CFTC¹, le régulateur américain chargé des dérivés de matières premières, a finalement adopté ses nouvelles règles en matière de limites de position. Un mois après la finalisation des principes de l'OICV et deux jours avant que la Commission européenne ne fasse connaître ses premières propositions sur le sujet, les États-Unis maintiennent donc leur avance en la matière en publiant des règles relativement ambitieuses. Les premières années de mise en œuvre diront si les choix retenus par la CFTC, centrés sur la limitation des positions détenues et non des volumes d'échanges, étaient correctement calibrés, compte tenu de la migration sur les marchés réglementés des activités traités jusqu'alors de gré à gré. Dans le même temps, la Commission européenne s'engage sur le sujet en formulant, pour la première fois, des propositions législatives.

Le principe d'imposer des limites aux positions² que sont susceptibles de détenir les acteurs de marché n'est pas une idée nouvelle. De nombreuses places de marché les ont d'ores et déjà introduites. Aux États-Unis, la *Commodity Exchange Act* instaurait de telles limites dès 1936, mais celles-ci ont été considérablement relevées depuis les années 1990. Des dispositions existent également en Europe : sur les marchés parisiens de dérivés de matières premières, les positions détenues par un acteur sont limitées les 12 derniers jours de la vie d'un contrat. Depuis la crise financière de 2008 cependant, ce sujet est largement revenu sur le devant de la scène. Bien qu'encore très critiquée et combattue par certains opérateurs ou universitaires, pour ses effets supposés néfastes sur la liquidité des marchés³, **l'idée progresse désormais au niveau institutionnel, comme en témoigne le plan d'action agricole du G20, qui la mentionne explicitement, ou le rapport de l'OICV⁴ qui fixe le socle commun de référence pour les principaux régulateurs financiers au plan international.** Avec quelques autres, ce sujet est devenu un cheval de bataille de nombreuses associations représentant la société civile et/ou l'industrie (à l'instar du gérant de fonds *Mike Masters*⁵) qui militent pour une régulation plus stricte des marchés de dérivés de matières premières.

La notion de « limites de position » s'entend communément comme la fixation de plafonds, imposés *ex ante*, qui limitent le nombre de contrats ouverts que peut détenir un même opérateur sur un produit financier ou une gamme donnée de produits financiers ayant le même sous-jacent. On peut distinguer cette notion de celle, plus large, de « management de positions », qui désigne les pouvoirs d'intervention dont disposent les autorités financières leur permettant de contraindre un opérateur à réviser, au cas par cas, le nombre de positions qu'il détient sur un marché. Plusieurs exemples récents, notamment en Grande-Bretagne sur le marché du blé Liffe⁶, ont pu témoigner des faiblesses de ce management de positions lorsqu'il ne fait pas appel à des limites *ex ante*.

Il convient par ailleurs de distinguer plusieurs modalités pour établir des limites de position. D'une part, celles-ci peuvent être imposées au niveau « national » ou « fédéral » ou bien au niveau de chaque place de marché. D'autre part, les limites de position peuvent être utilisées uniquement afin de lutter contre les manipulations de marchés (on privilégiera alors les limites dites « *spot month* » qui ne sont opérantes que sur le dernier mois de cotation). Elles peuvent aussi servir à limiter de manière permanente le poids des plus gros acteurs d'un marché, en ayant recours dans ce cas à des limites courant sur la totalité de la vie d'un contrat ou de plusieurs contrats similaires

1. *Commodities Futures Trading Commission*, second régulateur financier avec la *Securities Exchange Commission* (SEC) ; la CFTC fut créée en 1974 et est tout particulièrement chargée des produits dérivés de matières premières.

2. Schématiquement, une position désigne un contrat de vente à terme (ou d'achat) qu'un opérateur devra solder soit en passant un ordre contraire (ordre de vente pour une position initiale à l'achat, et inversement), soit en livrant ou récupérant à l'échéance la quantité de sous-jacent spécifiée dans le contrat.

3. Encore récemment dans un rapport de l'Institut International de la Finance, voir : <http://www.iif.com/>

4. Voir une précédente *Note de veille* du CEP n° 47 : http://agriculture.gouv.fr/IMG/pdf/CEP_Veille_47_Rapport_OICV.pdf

5. Voir www.bettermarkets.com

6. Selon le journal *The Telegraph*, La société Frontier avait réussi à acquérir la quasi-totalité des contrats *feed wheat* à échéance mai 2011 sans que le régulateur britannique n'agisse en conséquence.

(limites « *single month* » et « *all months* »). Soulignons toutefois que les limites de position, généralement exprimées en fonction des « positions ouvertes », ne permettent pas de réguler ou limiter les mouvements intra-journaliers. En effet, dès lors que les ordres n'ont consisté qu'en des allers-retours au cours de la journée, ces transactions peuvent ne pas se traduire, en fin de journée, par des évolutions sensibles des positions détenues.

Au niveau international, le rapport de l'OICV rendu public le 15 septembre dernier faisait explicitement mention des limites de position. Le document les replaçait dans le contexte plus large du management de position, sans accorder aux premières une efficacité relative supérieure et en insistant tout particulièrement sur la seule référence « *spot month* ». Le communiqué du G20 de Cannes, le 4 novembre, a entériné ce rapport et souligné la nécessité du contrôle des positions, y compris à travers l'instauration de limites *ex ante* « en tant que de besoin ».

En juillet 2010, le *Dodd Frank Act* avait reconnu la nécessité de réviser et de durcir le régime de limites de position préexistant pour les matières premières. **C'est l'autorité en charge de la régulation des marchés dérivés de matières premières, la CFTC (*Commodities Futures Trading Commission*) qui était chargée de formuler des règles techniques définissant ces nouvelles limites de position.** Avec plus de 6 mois de retard, après avoir reçu plus de 15 000 contributions et à l'issue d'un vote particulièrement serré⁷, la CFTC a enfin rendu ses conclusions le 18 octobre dernier.

Les nouvelles règles, publiées officiellement un mois plus tard, vont concerner 28 matières premières dont 19 agricoles : 9 contrats dits « historiques » (*legacy*) pour lesquels des limites de position fédérales existaient déjà, comme le contrat maïs du *Chicago Mercantile Exchange*, et 10 autres contrats agricoles « non-historiques ».

Malgré les difficultés à obtenir un accord et en dépit de nombreuses critiques, la CFTC a opté pour une approche relativement ambitieuse puisque seront introduites des limites « *spot-month* » mais également « *single month* » et « *all month* ». Par ailleurs, ces limites porteront non seulement sur les dérivés listés échangés traditionnellement sur les places de marché comme CME ou NYSE, mais intégreront également tous les contrats « économiquement équivalents » ayant le même sous-jacent et échangés sur le territoire américain.

Afin de tenir compte du manque de données sur ces « équivalents » et des différences de maturité en matière de limites de position fédérales, la CFTC a opté pour un calendrier de mise en œuvre échelonné et des clauses de révisions périodiques. Les modalités de calcul retenues par la CFTC distinguent nettement le cas des « *spot month limits* », qui font référence aux quantités de produits « physiquement délivrables » dans le mois – les positions devront être inférieures à 25 % de ce total⁸ – et les « *single month* » et « *all month limits* » calibrées comme une proportion du nombre total de positions ouvertes⁹ ou fixées en valeur absolue, sans référence directe aux quantités physiques du produit sous-jacent. Par ailleurs, la CFTC confirme bien qu'une exemption sera accordée aux opérations de pure couverture (*bona fide hedging*).

Au final, même si les seuils retenus contiennent une part d'arbitraire et semblent décevoir certains tenants d'une ligne ferme sur le sujet¹⁰, **on soulignera le fait que les États-Unis continuent de jouer un rôle de pionnier sur ce sujet** malgré un contexte politique moins propice qu'en 2010, suite au changement de majorité de la Chambre des Représentants. La mise en œuvre opérationnelle, dans les mois et les années à venir, sera riche d'enseignements quant à la pertinence du dispositif finalement retenu et à ces effets. Rappelons en effet que aujourd'hui¹¹, 8 acteurs détiennent près de 38 % des positions à l'achat sur le marché du blé à Chicago (et plus de 25 % pour le maïs et le soja). D'ores et déjà on peut avancer que l'annonce de ces choix réglementaires permettra un renforcement de la supervision des marchés, qui contribuera à l'amélioration de leur transparence.

Les décisions prises par la CFTC devraient peser dans les négociations à venir de ce côté de l'Atlantique. **En Europe, la Commission vient en effet de publier officiellement le 20 octobre ses propositions de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFiD). Dans son titre IV le projet évoque, pour la première fois à l'échelle communautaire, le principe de limites de position, dont les modalités d'application constitueront sans doute un des sujets phares de la négociation en cours.**

Pierre Claquin
Centre d'études et de prospective

7. Le vote par la commission décisionnelle par 3 voix « pour » et 2 « contre » a nettement opposé les représentants démocrates et républicains qui la composent.

8. Même pour les contrats délivrables uniquement en liquide (*cash settled*), la CFTC imposera, en *spot month*, des limites faisant référence aux quantités physiquement délivrables du sous-jacent correspondant.

9. Règle dite du 10/2,5 %.

10. Les organisations OXFAM : <http://www.oxfamamerica.org/press/pressreleases/even-baby-steps-deserve-some-recognition> et IATP :

<http://www.iatp.org/blog/201110/wall-street-wins-again-in-weak-cftc-rule> ont critiqué la faiblesse des règles retenues.

11. À la date du 15 novembre sur le *Chicago Board of Trade*.