

2. LA CONTREPARTIE SUR ACTIONS : UN EXEMPLE D'HARMONISATION RÉGLEMENTAIRE

Les textes législatifs et réglementaires régissant la sphère financière ont mis en place un certain nombre d'institutions, dont les compétences et le champ d'action peuvent se révéler souvent très proches. Aussi le risque existe-t-il qu'une même activité se voit traitée différemment selon la nature de l'établissement qui s'y consacre, ce qui serait de nature à faire surgir des distorsions de concurrence préjudiciables à l'équilibre de l'ensemble. Il importe donc que les différentes autorités de tutelle harmonisent leurs approches en matière de réglementation, comme en témoigne le traitement des opérations de contrepartie sur actions.

2.1. COMMENT DÉFINIR LA CONTREPARTIE

L'opération de contrepartie consiste pour un intermédiaire à acheter ou à vendre des titres pour son compte propre, soit pendant la séance de bourse - sur le marché ou à un client -, soit hors séance de bourse à un autre intermédiaire ou à un client.

Le Règlement Général du Conseil des Bourses de Valeurs distingue trois types de contrepartie sur actions :

- la contrepartie « générale » (anciennement « de développement de marché ») ; le cours auquel l'opération est effectuée doit alors avoir un lien avec les cours de marché.
- la contrepartie en régularisation ; elle vise à assurer à une valeur spécifique la continuité des cotations et la liquidité du marché.
- la contrepartie sur blocs de titres ; le prix auquel la négociation a lieu est ici librement débattu, sans référence obligée au marché. Néanmoins, une opération dont le prix est situé en dehors de la fourchette de la meilleure offre et de la meilleure demande impliquera le désintéressement du marché à concurrence de la quantité de titres ou du prix net de la transaction.

Ces différents types de contrepartie peuvent ou pourront à terme être effectués par des établissements aux formes juridiques diverses, sous réserve qu'ils aient obtenu l'agrément du Conseil des Bourses de Valeurs : sociétés de bourse, établissements de crédit, Caisse des Dépôts et Consignations, sociétés de contrepartie et maisons de titres. Dans cette perspective, une harmonisation des conditions de concurrence semblait s'imposer.

2.2. LES RÈGLES PRUDENTIELLES ACTUELLES PEUVENT ÊTRE CONSIDÉRÉES COMME ÉQUIVALENTES

Qu'il s'agisse des sociétés de bourse ou des établissements de crédit et des maisons de titres, qui relèvent de la réglementation du Conseil des Bourses de valeurs, pour les premières, et de celle du Comité de la réglementation bancaire, pour les secondes, la contrepartie sur actions ne fait pas l'objet d'une réglementation spécifique. Elle est analysée comme une opération de portage de titres et se trouve prise en compte à ce titre dans les règles de couverture et de division des risques.

2.2.1. Les règles applicables aux sociétés de bourse

Deux décisions n° 89-01 et 89-02 du Conseil des Bourses de Valeurs mettent en place les règles de couverture et de division des risques.

Schématiquement, pour l'application des règles de couverture des risques, la position maison d'une société de bourse est prise en compte de façon différenciée selon le type de valeur (action, obligation, future ou option traités sur des marchés organisés, valeur négociée sur un marché de gré à gré) ; elle se voit appliquer un « coefficient diviseur » (respectivement 5,25, 1 et 5), pour déterminer un ratio de mesure du risque, ce dernier ne devant jamais excéder 100 % des fonds propres nets. Ainsi, une position action de 100 implique l'existence de fonds propres à hauteur de 20.

La division des risques peut se révéler très contraignante pour l'exercice d'une activité de contrepartie. Le Conseil des Bourses de Valeurs impose, en effet, que la valeur totale des positions maison d'une société de bourse sur une valeur relevant d'un même émetteur n'excède pas 40 % des fonds propres nets.

2.2.2. Les règles applicables aux établissements de crédit et aux maisons de titres

Les titres détenus en portefeuille sont repris selon une quotité qui dépend de la nature de l'émetteur (100 % s'il s'agit d'une entreprise non financière, 20 % s'il s'agit d'un établissement de crédit ou d'une maison de titres). Ainsi, dans le premier cas, une position actions de 100 ne nécessitera que 5 de fonds propres.

Mais cette situation apparemment plus favorable des assujettis à la loi bancaire doit être nuancée par le fait que la notion de fonds propres est dans leur cas beaucoup plus restrictive que dans celui des sociétés de bourse. Ces dernières peuvent en effet intégrer dans leurs fonds propres des garanties reçues d'institutions financières, dans la limite de trois fois les fonds propres nets. Les 20 de fonds propres exigés par le Conseil des Bourses de Valeurs pour une position actions de 100 peuvent donc être constitués, à hauteur de 15, de contregaranties reçues, ce qui met les sociétés de bourses au même niveau que les banques.

De surcroît la mise en place progressive du ratio de solvabilité européen se traduira par un durcissement supplémentaire des règles applicables aux établissements de crédit et aux maisons de titres.

En matière de division des risques, un second seuil de huit fois les fonds propres nets pour la somme des risques excédant individuellement 15 % des fonds propres nets s'ajoute au seuil de 40 % qui s'applique également aux sociétés de bourse.

Si les règles prudentielles applicables aux différentes catégories d'intervenants apparaissent donc comparables, il n'en demeure pas moins que des dispositions complémentaires s'imposaient dans un certain nombre de cas, afin d'assurer une égalité de concurrence entre les différentes catégories d'établissements.

2.3. LES MESURES COMPLÉMENTAIRES RETENUES

Dans l'attente de la mise en place d'un ratio synthétique s'appliquant à une population unifiée, la solution retenue prend acte du caractère équivalent des réglementations applicables aux différentes catégories d'établissements. Toutefois, la volatilité des marchés nécessite, dans le cas des établissements très actifs en matière de contrepartie, un suivi comparable à celui imposé par le Conseil des Bourses aux sociétés de bourse, plus fréquent que celui auquel l'ensemble des assujettis à la loi bancaire est astreint ; le volume relatif d'activité se révélera donc décisif pour les établissements de crédit et les maisons de titres, le dispositif étant d'autant plus restrictif que la part de la contrepartie dans l'activité totale de l'établissement est importante.

Trois catégories d'établissements de crédit et de maisons de titres seront ainsi distinguées :

- les établissements ayant pour activité exclusive la contrepartie sur actions : ils seront soumis aux règles du Conseil des Bourses de Valeurs, en plus de la réglementation bancaire ;
- les établissements pour lesquels la contrepartie sur actions constitue une part significative de l'activité : ils seront soumis aux seules dispositions applicables aux établissements de crédit ; mais celles-ci seront quelque peu durcies pour tenir compte de cette spécificité de leur activité. Pour ce qui concerne les états prudentiels relatifs notamment à la couverture des risques, leur fréquence sera augmentée, et certains engagements de hors-bilan qui ne sont pas habituellement retenus pourraient y être réintégrés ;
- les établissements pour lesquels la contrepartie sur actions ne constitue qu'une activité accessoire : leur régime réglementaire ne sera pas modifié.

La solution pragmatique retenue permettra d'éviter que l'activité de contrepartiste, qui se développe lentement, ne se trouve contrariée par des considérations liées au statut juridique de l'établissement qui l'exerce. Elle donnera également aux autorités de tutelle l'occasion de suivre de façon plus précise une activité susceptible de générer des risques non négligeables pour de petits établissements.