

La Dérive des Dérivés ... quand la finance oublie de servir l'économie réelle...

Par Sandrine Pilcer et Frédéric Lerner

Aujourd'hui on ne compte plus les entreprises privées, les collectivités locales, les hôpitaux, les bailleurs sociaux exposés au redoutable retournement du marché financier. On trouve sur ce « marché devenu fou » des produits à tiroirs aux formules mathématiques complexes, vente d'options de change avec barrières conditionnelles, produits de pente jouant sur l'écart entre les taux longs et les taux courts, avec parfois des sous-jacents totalement décorrélés de leurs risques financiers !

Les banques, acteurs économiques clés dans la vie des affaires, sont dispensatrices de crédits mais aussi conseils en investissements et notamment en placements financiers. A ce dernier titre, elles encourent des responsabilités qui s'apprécient (il est vrai lorsqu'un évènement défavorable se produit) à l'aune des conseils prodigués dans un environnement économique et réglementaire en mutations permanentes.

Question : comment sont utilisés ces produits dérivés ?

Réponse : tel un médicament aux effets secondaires potentiellement fatals...

I- Lent glissement d'un marché de couverture à un jeu spéculatif

D'autres acteurs économiques (entreprises, actionnaires, collectivités locales...) utilisent les marchés financiers pour se protéger des risques de change, de taux, de crédit, de matière première, ou climatiques, par l'utilisation de produits dérivés comme les swaps ⁽¹⁾, les forwards ⁽²⁾, les contrats à terme ou les options ⁽³⁾.

L'avènement des marchés de couverture constitue dès lors un progrès pour l'économie car dans un monde idéal, ils offrent une solution pour réduire les risques financiers.

Ainsi, le développement de nouveaux produits « sur mesure » permet de trouver des solutions innovantes aux exigences des trésoreries modernes.

Toutefois ces marchés, générateurs de spéculations, ne sont pas sans danger et se comportent aujourd'hui comme de véritables « bombes à retardement » qui explosent à la figure d'acteurs économiques non professionnels des marchés financiers. Ainsi, nous sommes passés sans nous en rendre bien compte de stratégies de couverture de risque en relation avec l'économie réelle à la création d'un jeu spéculatif extrêmement dangereux qui n'a plus rien à voir avec sa finalité initiale...de couverture !

Aujourd'hui, des entreprises du secteur privé, des collectivités locales et d'autres agents du secteur public sont devenus malgré eux les victimes collatérales de la crise financière. Et les dégâts sont considérables...

Et en la matière, les banques, tout en s'éloignant de leur fonction première et essentielle, au service de l'économie réelle et productive, ont parfois fait preuve de

(1) Un swap est un contrat de flux d'intérêt. Instrument de hors-bilan, il existe sur tous les marchés financiers (taux, devises, actions, matières premières).

(2) Un forward est composé de deux opérations de change en sens inverse : l'une est effectuée au comptant (spot), l'autre est à terme (en valeur future).

(3) Une option donne le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un sous-jacent donné à un prix fixé au départ et durant une période déterminée.

légèreté.

II- Un exemple de dérive

Les mécanismes des produits dérivés et structurés sont complexes. A titre d'exemple, examinons le profil de risque d'une stratégie vendue et conseillée par des banques auprès de clients non initiés aux marchés financiers. Une question saute aux yeux : ces produits sont-ils utiles, indispensables et judicieux ?

Un exemple concret et réel : au 1^{er} juillet 2004 une collectivité locale, soucieuse de figer sa dette de 100 Mios € indexée à taux variable (Euribor3mois) met en place un swap de taux.

Cherchant à bonifier le taux d'intérêt, les banques ont « habillé » leurs produits financiers classiques par la vente d'options permettant ainsi d'abaisser le taux fixe du swap en contrepartie d'un risque supplémentaire conditionnel (suivant l'évolution du cours du change €/ \$ par exemple), et par conséquent imprévisible, si l'acheteur (la banque) venait à exercer l'option.

Les conditions de marché au 1^{er} juillet 2004 auraient permis au client de négocier un swap de taux classique, c'est-à-dire de figer son risque de taux sur un horizon de 10 ans, assorti d'un taux fixe de 4,37% et d'un taux variable Euribor3mois.

Sa banque lui conseille plutôt d'entrer dans la stratégie suivante : le client paie un taux fixe bonifié de 3,50% (à comparer au taux de 4,37% d'un swap classique) les 3 premières années, puis paie :

- 3,50% si l'€/ \$ est inférieur à 1,40 ;
- 3,50% +(100% - 1,4 / (cours de €/ \$)) dans le cas contraire.

Comparons les avantages et les inconvénients de ce "produit structuré" à une couverture de taux classique :

Périodes	Cours € / \$	Calcul du taux fixe	Gains / pertes par rapport à un swap classique à 4,37%, nominal 100 Mios €
Année 1	1,22	3,50%	+ 870 000 €
Année 2	1,19	3,50%	+ 870 000 €
Année 3	1,28	3,50%	+ 870 000 €
Année 4	1,36	3,50%	+ 870 000 €
Année 5	1,58	14,89%	- 10 522 405 €

Coût de la stratégie par rapport au swap « classique » au bout de 5 ans :	- 7 042 405 €
---	---------------

Au bout de 5 ans, cette stratégie a déjà coûté plus de 7 millions d'€ à notre collectivité locale. Peut-elle espérer réduire cette perte sur les 5 années restantes ?

Hypothèse 1 : scénario favorable : baisse de l'€/ \$ sous 1,40

Année 6	1,29	3,50%	+ 870 000 €
Année 7	1,25	3,50%	+ 870 000 €
Année 8	1,20	3,50%	+ 870 000 €
Année 9	1,12	3,50%	+ 870 000 €
Année 10	1,05	3,50%	+ 870 000 €

Hyp 1, Coût total de la stratégie sur 10 ans par rapport au swap « classique » :	- 2 692 405 €
--	---------------

Hypothèse 2 : scénario neutre : maintien de l'€/€\$ autour de 1,40

Année 6	1,41	4,21%	+ 160 780 €
Année 7	1,43	5,60%	- 1 227 902 €
Année 8	1,41	4,21%	+ 160 780 €
Année 9	1,41	4,21%	+ 160 780 €
Année 10	1,42	4,91%	- 538 451 €

Hyp 2, Coût total de la stratégie sur 10 ans par rapport au swap « classique » :	- 8 326 417 €
--	---------------

Hypothèse 3 : scénario catastrophe : forte hausse de l'€/€\$ au-dessus de 1,40

Année 6	1,45	6,95%	- 2 578 276 €
Année 7	1,55	13,18%	- 8 807 419 €
Année 8	1,70	21,155%	- 16 777 059 €
Année 9	1,80	25,72%	- 21 352 222 €
Année 10	1,90	29,82%	- 25 445 789 €

Hyp 3, Coût total de la stratégie sur 10 ans par rapport au swap « classique » :	- 82 003 171 €
--	----------------



Au final, la stratégie "bonifiée" se sera limitée aux 3 premières années attractives...suivies de 7 années de "malheur" avec un coût dans le meilleur des cas (hypothèse 1) de plus de 2 millions d'euros...pouvant atteindre un gouffre de plus de 80 millions d'euros si l'€ venait à se renforcer fortement (hypothèse 3)...

Même si la banque, dans son rôle de conseil, a attiré l'attention de son client sur les risques considérables de cette opération, la situation n'en demeure pas moins dramatique...

A la vue de ces déconvenues qui peuvent être fatales, on se doit de souligner d'ores et déjà que deux règles simples devraient être appliquées avant d'opérer sur les marchés :

1. La première règle consiste à se positionner pour protéger ses marges mais sans chercher à spéculer au-delà de cette protection. S'il est de bonne gestion pour une entreprise de se couvrir sur le change dans ses transactions en dollars alors qu'elle produit en zone euro, il convient que cette protection n'aboutisse pas à une sur couverture (du fait de l'asymétrie de certaines stratégies) qui deviendra nocive si elle n'a pas *in fine* les ventes correspondantes en dollars.
2. La seconde règle qui paraît évidente dans ces moments chaotiques est de ne

pas opérer sur des marchés décorrélés de sa propre activité. De ce point de vue, on ne peut qu'être surpris et en fait atterré de constater qu'au-delà des entreprises ce sont des hôpitaux, des municipalités, des régions, voir même des offices HLM qui ont "joué", parfois sans limite consciente, sur les pentes de taux d'intérêt ou sur la parité Euro/Dollar.

De fait, ces acteurs non initiés sont aujourd'hui les otages d'un jeu spéculatif totalement asymétrique, où leur sort est lié à celui des banques pour le pire seulement...

III- Responsabilité de la Banque vis-à-vis de son Client

La première remarque qu'il convient de faire sur la question de la responsabilité est que le bon sens doit guider le plus souvent les relations entre un client et sa banque. On comprend ainsi parfaitement qu'un particulier (comprenez néophyte qui peut être une entreprise ou un établissement public) ne soit pas conseillé de la même façon qu'un professionnel (comprenez habitué aux marchés et à leurs risques).

En fonction des objectifs du client, de sa surface financière, des risques qu'il accepte de consentir, la banque propose et explicite des stratégies adaptées. Elle est réputée faire du sur mesure et nombre de plaquettes de présentation de ce type de services s'en prévalent.

A cet égard, l'internationalisation des échanges pourrait conduire des PME, jusqu'ici éloignées de problématiques de fluctuations des changes ou des taux, à intervenir sur ces marchés.

Certaines entreprises ont ainsi gagné ces dernières années sur les marchés bien plus que ce qu'elles parvenaient à obtenir dans le cadre de leurs propres activités de négoce ou de production industrielle.

Mais comme dans les bonnes pièces de théâtre, il y a toujours à la fin, une réalité qui s'impose un jour ou l'autre, un atterrissage plus ou moins douloureux.....

Ce retour à la réalité est d'autant plus violent lorsque le client, conseillé ou suivi par sa banque, a oublié des principes de prudence mais que l'on a tendance à ne pas prendre en considération tant que les profits obtenus sur les marchés financiers sont au rendez-vous.

Alors pour que la pièce ne manque pas d'acteurs et d'intrigue la tentation du bouc émissaire revient avec en rôle principal la banque en sa qualité de Conseil.

La réglementation s'est renforcée récemment avec l'ordonnance du 12 avril 2007 qui a transposé en droit français, et ce à compter du 1er novembre 2007 la Directive Européenne sur les Marchés d'Instruments Financiers du 21 avril 2004 (MIFID).

Le règlement Général de l'AMF a également fait l'objet de modifications en prolongement de MIDIF (Voir les articles 314-10 et suivants du Règlement Général AMF).

Aux termes de cette nouvelle réglementation, les banques se voient imposer un code de bonne conduite dont les principes essentiels sont notamment l'obligation de catégoriser son client et que ce dernier en soit informé (professionnel ou non), de vérifier sa connaissance ainsi que son expérience des marchés, de confronter ses objectifs, de lui fournir une information correcte, claire, non trompeuse et de le faire à

temps.

Cette réglementation apporte une clarification salutaire.

Sont a priori et sauf accord particulier placées dans la catégorie "clients professionnels" les entreprises qui remplissent deux des trois critères suivants :

- Total du bilan de 20 millions d'euros ;
- Chiffres d'affaires de 40 millions d'euros ;
- Fonds propres de 2 millions d'euros.

La catégorisation en clients professionnels ou non apporte de fait une meilleure définition de l'obligation de la banque en matière d'informations préalables aux opérations sur les marchés et partant aux risques associés.

Les clients sont réputés appréhender les risques s'ils sont classifiés en clients professionnels et doivent bénéficier de beaucoup plus d'explications et de pédagogie s'ils sont classifiés dans la catégorie des clients non professionnels.

On comprend dès lors que la responsabilité des banques est susceptible d'être actionnée dans de nombreux cas qui défraient déjà la chronique.

Il paraît en effet évident que le chef comptable d'une PME qui se couvre sur les marchés des changes, ou les interlocuteurs des banques dans les collectivités locales, des hôpitaux ou les HLM ne sont pas *a priori* des professionnels des options sur les taux d'intérêt, ou le marché des changes.

Il appartient donc à la banque de redoubler de vigilance, surtout si elle les classifie un peu rapidement en clients professionnels, et de s'assurer que ses interlocuteurs comprennent les risques qu'ils font de facto encourir à leurs établissements.

Dans tous les cas:

- l'examen du dossier de la banque qui doit contenir les fiches d'évaluation du client ;
- l'examen des fiches produits devant faire apparaître de façon comparable les plus et les moins du produit ;
- les comptes rendus périodiques de l'état des opérations, dont le Mark-to-Market⁽⁴⁾, devant permettre au client d'arbitrer ;
- et si nécessaire l'écoute des bandes ;

seront essentiels en cas de litige entre le la banque et son client prétendant, a posteriori, qu'il n'avait pas la qualification nécessaire pour opérer en toute connaissance de cause sur les marchés.

A cet égard, deux décisions méritent l'attention.

L'une porte principalement sur le défaut d'évaluation de la compétence des clients, l'autre sur le défaut d'information claire et objective :

- la commission de sanction de l'AMF a par une décision du 5 juin 2008 stigmatisé

⁽⁴⁾ Principe consistant à réévaluer les positions ouvertes avec les prix du marché.

la défaillance de plusieurs banques qui ont manqué à "leurs obligations d'évaluation préalable de la compétence et du profil des souscripteurs et de la méconnaissance de leur obligation d'information relatives aussi bien aux conditions dans lesquelles l'engagement du client a été recueilli qu'à l'information des souscripteurs sur les caractéristiques des titres".

- La Cour de Cassation a de son côté par un arrêt du 27 juin 2008 aubin/ Caisse d'épargne et de prévoyance rappelé que la publicité délivrée à un client doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés.

On le voit bien, certaines banques ont leur part de responsabilité, car cherchant à augmenter leurs commissions (les marges sur des produits sophistiqués sont environ dix fois plus élevées que sur des produits classiques), elles ont entraîné leurs clients vers des produits beaucoup plus complexes, mais en omettant parfois de décrire le risque potentiel et illimité de tels produits. Bien sûr, ces placements ont beaucoup rapporté et on peut comprendre qu'il était difficile pour les collectivités locales, les municipalités ou d'autres entités du secteur public d'y résister car rendus nécessaires au regard de la contraction des dotations de l'Etat, mais là encore le retour à la réalité est particulièrement douloureux.

L'heure est donc à la vigilance tant du côté des banques que des clients et la transposition de la Directive MIFID devrait naturellement conduire les interlocuteurs à encore plus de précaution dans leurs opérations.

IV- Cinq recommandations

Sans doute est il possible aux banques d'améliorer l'information délivrée pour ce qui concerne des produits complexes et parfois dangereux.

Sans doute les clients devraient eux aussi augmenter leur niveau de compréhension de ces opérations complexes.

Quelques suggestions complémentaires à ce qu'imposent MIFID et le règlement général de l'AMF pourraient si elles étaient mises en application, mieux limiter les risques de dérive et partant les litiges entre clients et banques.

- Instituer pour la personne en charge des opérations sur les marchés une formation obligatoire prise en charge conjointement par l'entreprise et la banque et sanctionnée par un certificat d'aptitude, gage de respect de la réglementation pour la banque au regard de MIFID, du règlement général AMF et de plus grande sérénité pour le client;
- Exiger du client qu'il mette en place des outils logiciels lui permettant, grâce à des tableaux de bord, de suivre l'évolution de son portefeuille au jour le jour afin de pouvoir arbitrer en toute connaissance de cause et ce dans n'importe quelle configuration de marché.
- Contraindre le client doté d'une organisation sociétale ou administrative à obtenir l'accord de ses organes de contrôle avant de pouvoir opérer sur les marchés. A titre d'illustration et pour une simple caution donnée par l'entreprise pour une filiale, la banque dispensatrice de crédit a l'obligation de s'assurer que le dirigeant s'est fait autoriser par son Conseil d'Administration ou son Conseil de Surveillance. Pourquoi n'en serait-il pas de même pour des opérations sur les

marchés potentiellement à risque?

- Rendre obligatoire l'information du Commissaire aux Comptes sur les opérations ainsi que l'évaluation semestrielle du portefeuille afin d'intégrer dans des situations intermédiaires les provisions nécessaires.
- A l'instar de ce que prévoient les normes IFRS, contraindre l'entreprise (typiquement les PME) à identifier la couverture en montant et en date de maturité afin d'être en capacité de couper la ligne en toute connaissance de cause s'il n'existe plus de justification économique à la position sauf un aspect purement spéculatif.

Sandrine PILCER
Conseil en Risques de Marchés

Frédéric LERNER
Avocat – ORSAY -