

PRODUITS DÉRIVÉS, CONTRÔLE DES RISQUES ET RÉGLEMENTATION

ELYÉS JOUINI *

Le vendredi 24 février 1995, la communauté financière internationale apprenait avec stupéfaction que Barings Brothers, célèbre institution de la City créée il y a 232 ans, n'était plus en mesure d'honorer ses engagements. Plus récemment encore la banque Sumimoto défrayait la chronique avec une affaire comparable.

Non seulement la contingence définissant les produits dérivés induit en elle-même un risque, mais de plus ces produits contiennent un effet de levier important puisque le gain ou la perte est potentiellement infini alors qu'une faible somme suffit à initier l'opération.

Cette propriété de contingence rend ces produits adaptés à la gestion des risques induits par les évolutions des actifs sous-jacents. Les produits dérivés permettent une meilleure allocation des risques en les transférant vers des acteurs qui ont l'expertise de leur gestion. En fait, les produits dérivés sont nés du besoin, ressenti par certains agents économiques, de protéger le revenu de leurs activités contre les risques de variation de prix ; surtout lorsque ces activités étaient liées à des aléas saisonniers ou conjoncturels.

Comment des produits a priori adaptés à la couverture de risques peuvent-ils induire des pertes aussi importantes que dans les cas Barings, Sumimoto voire comme le craint le GAO (General Accounting Office du Congrès américain) dans son rapport de juin 1994 une faillite du système financier international ?

Les pertes récentes liées à l'utilisation de produits dérivés révèlent des problèmes de contrôle de ces opérations au sein même des entreprises et des institutions financières. La complexité croissante de ces produits, qui font l'objet d'une innovation permanente, rend leur maîtrise difficile. Le fait que ces produits s'échangent principalement sur les marchés de gré à gré pose des problèmes de solvabilité des contreparties et de liquidité des marchés. Enfin, se pose le problème de l'information des acteurs et de leur comportement au sein des institutions financières et des entreprises. En effet, il faut prendre en compte différents paramè-

203

* ENSAE, Université de Paris 1 et Ecole Polytechnique.

L'auteur tient à remercier Jean-Michel Lasry pour ses conseils ainsi qu'Isabelle Pras et Bruno Parmentier pour leur travail bibliographique.

tres stratégiques, techniques, organisationnels et humains pour une surveillance interne adéquate des activités sur les marchés dérivés. Le manque de transparence sur ces opérations rend encore plus délicates la surveillance opérée par l'extérieur et la protection des intérêts des actionnaires, des salariés, des contreparties...

Les produits dérivés sont aussi générateurs de risques macro-économiques. D'abord, ils rendent plus difficile le contrôle des mécanismes économiques. Car l'ampleur des activités sur les marchés dérivés est difficile à cerner. Car ces produits peuvent perturber les canaux de la transmission de la politique monétaire. Car leur utilisation dans les stratégies d'assurance de portefeuille (« portfolio insurance ») a un impact sur les marchés financiers. Pourtant, les produits dérivés améliorent l'efficacité des marchés en permettant une meilleure allocation des ressources et des risques.

De plus, en période de crise, les activités sur ces produits risquent de perturber la volatilité et la stabilité des marchés.

Enfin, les partisans d'une plus forte réglementation agitent le spectre du risque systémique, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie faisant défaut entraîne dans sa chute l'ensemble du système financier par effet de domino.

Au regard de ces risques, une adaptation du contrôle prudentiel est-elle nécessaire ?

L'accumulation récente d'erreurs de manipulation liées à l'utilisation de produits dérivés plaide en faveur d'une réglementation accrue. Néanmoins, selon les partisans de la non-réglementation, un cadre réglementaire trop strict pourrait nuire à l'efficacité du marché, brider le moteur de l'innovation et/ou bloquer l'évolution du système financier vers une plus grande efficacité. En outre, le marché évolue de lui-même vers une meilleure maîtrise de ses risques. En définitive, les autorités internationales comme le Groupe des Trente, le Comité de Bâle et l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs Mobilières, qui regroupe les régulateurs des entreprises d'investissement), se sont interrogées sur l'opportunité de mesures réglementaires qui viendraient s'ajouter à celles déjà existantes ou en cours d'adoption.

Les produits dérivés : risques et enjeux au niveau micro-économique

Le problème de la liquidité sur les marchés de produits dérivés

Bien évidemment, même sur les marchés organisés, un établissement peut se retrouver dans l'incapacité de faire face à ses obligations de paiement lors des appels de marge. C'est cependant sur les marchés OTC, qui constituent les 2/3 des opérations effectuées, que le risque est

le plus grand. Ces derniers permettent la transaction de contrats négociés de manière bilatérale ou multilatérale entre les parties. Il est alors plus difficile de connaître les montants échangés. Le risque de liquidité est, sur ce marché, de deux natures. Il peut s'agir non seulement de ne pas pouvoir faire face à ses obligations de paiements, mais aussi de ne pas être en mesure de dénouer ou de compenser une position particulière. Car, en raison de la spécificité des contrats, il est difficile de trouver une contrepartie désireuse de se substituer à une autre.

Le contrôle du comportement et de l'information des acteurs au sein des institutions financières et des entreprises

Au-delà des risques liés aux caractéristiques des produits (risque de marché, risque juridique) ou des marchés sur lesquels ils sont négociés (risque de liquidité et risque de contrepartie), le contrôle des opérations sur produits dérivés est souvent mis en cause. Cette surveillance des activités dérivées peut être envisagée à un double niveau :

— au niveau interne : il s'agit du problème de la définition des stratégies (types de produits achetés ou vendus, limites d'exposition par contrepartie, etc.), du respect et de l'adéquation des procédures et des systèmes de contrôle interne et du bon fonctionnement du système d'information ;

— au niveau externe : il s'agit de rendre disponible à tous ceux qui ont un intérêt dans l'entreprise (actionnaires, salariés, clients, fournisseurs) les informations liées à ces interventions sur les marchés dérivés.

Or, une étude de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprises (AFTE) réalisée en juin 1993 sur la gestion du risque de taux par les entreprises, révéla l'absence de suivi des risques dans les opérations sur produits dérivés. L'enquête faisait ressortir que les entreprises disposant d'un back-office représentaient seulement 44 % de l'échantillon et que parmi celles dont le chiffre d'affaires était inférieur à 500 millions de francs, plus de 80 % n'avaient aucun service spécialisé pour le contrôle de ces opérations. Moins de la moitié des entreprises interrogées disposait d'un recueil de procédures internes écrites précisant la politique de gestion du risque de taux, les stratégies de gestion et les limites d'intervention.

En effet, la complexité des produits, les différentes modalités de règlement (notamment la prise en compte des appels de marge), la diversité des actifs sous-jacents (actions, devises, taux, matières premières) et la diversité des risques (risque de marché, risque de contrepartie, etc.) rendent la mesure globale du risque sur les positions très délicate. La mesure du risque nécessite de faire appel à des méthodes quantitatives sophistiquées. En particulier, il s'agit d'estimer les volatilités et les corrélations entre les évolutions des différents sous-jacents. mais par

delà l'aspect opératoire, des pratiques saines de mesure du risque devraient identifier les événements susceptibles d'avoir une influence néfaste sur l'institution et évaluer sa capacité d'y résister. Ces analyses ne devraient pas seulement envisager la probabilité d'événements défavorables, mais aussi celle de « scénarios catastrophes ».

Or, la modélisation de scénarios catastrophes et la quantification des pertes potentielles correspondantes posent justement problème : comment par exemple évaluer l'impact d'événements géopolitiques ? Dans la plupart des cas, les modèles mathématiques de calcul du risque global ont été mis au point à partir d'hypothèses qui portent sur les lois suivies par les variations de marché et leurs corrélations. Or, ces hypothèses peuvent sous-estimer la probabilité des événements rares, des scénarios catastrophes.

Il faut toutefois noter que les quantitativistes et les équipes de gestion des risques au sein des institutions financières mettent au point des modèles de plus en plus sophistiqués, permettant de surmonter de plus en plus de difficultés techniques. Ainsi par exemple, les pertes dans les conditions extrêmes (krach, crise monétaire, etc.) sont-elles simulées et des modèles mathématiques des grandes déviations du marché sont-ils élaborés.

Le risque opérationnel est cependant associé à l'erreur humaine, aux défaillances de système et à l'inadéquation des procédures et contrôles. Pour tous les observateurs, la déroute de la banque Barings s'explique notamment par le fait que les fonctions de négociation et de règlement/contrôle n'étaient pas indépendantes. En effet, le responsable de la position importante prise sur les futures était impliqué à la fois dans le trading et dans les règlements. Aussi, lorsque les autorités de contrôle se sont enquis auprès de Barings au sujet de l'extraordinaire position prise sur ces futures, le trader a-t-il pu indiquer qu'il s'agissait d'opérations clientèle, alors qu'en réalité elles étaient effectuées pour compte propre, masquant ainsi la réalité du risque.

L'affaire Kidder Peabody, révélée en avril 1994, est aussi emblématique : comment un trader a-t-il pu réaliser, pendant près de deux ans, des transactions fictives sur les bons du Trésor américain et dégager 350 millions de dollars de bénéfices fantômes à l'insu de sa hiérarchie et des contrôleurs de gestion ?

Le mécanisme était simple et il reposait sur l'écart de prix comptant-terme des obligations démembrées (strips) du Trésor américain, sachant qu'en principe, leur valeur augmente au fur-et-à-mesure que l'échéance approche. D'un côté, le trader de Kidder vendait des strips à terme et constatait un profit. De l'autre, il achetait à terme l'obligation reconstituée, enregistrant cette fois une perte légère. Tous comptes faits, la situation nette apparaissait bénéficiaire alors qu'aucune opération n'avait

été réellement négociée, ni aucun flux financier enregistré.

En réalité, les transactions n'étaient pas enregistrées en valeur de marché. Le trader enregistrerait tout simplement comme profit la différence entre le prix à terme et le cours du strip au moment de l'opération et non pas l'écart entre la valeur des strips et celle de l'obligation reconstituée. Le bénéfice fictif ainsi créé par le trader disparaissait progressivement, au fur et à mesure que la date de règlement approchait, moment précis où la valeur du strip à terme devenait égale à celle constatée sur le marché spot. Le trader était donc condamné à poursuivre sa manipulation dans une spirale infernale puisque sa « situation nette bénéficiaire » n'était à chaque fois que temporaire.

Dans cette affaire, le plus remarquable est que le back-office, qui doit en principe confirmer les échanges de contrats physiques après les transactions, n'a pas décelé les opérations fantômes et que la comptabilité n'a relevé aucune faille dans les résultats de gestion.

L'analyse de ces cas met en lumière des défaillances dans les systèmes de contrôle interne. Dans leurs rapports de juillet 1994, le Comité de Bâle et le Comité Technique de l'OICV soulignent qu'il est primordial que les fonctions de contrôle et de trading soient distinctes, avec des directions séparées et que les procédures précisent clairement les mécanismes de vérification des comptes.

Des procédures strictes de contrôle interne se justifient d'autant plus que les opérations de trading pour compte propre prennent de plus en plus d'importance chez les intermédiaires financiers. Par exemple, chez JP Morgan, le trading pour compte propre a généré 38,9 % des revenus en 1993 contre 13,5 % au milieu des années 1980. Cette évolution, à laquelle s'ajoute une politique de primes souvent liée à la rentabilité des opérations, incite certains opérateurs à prendre des positions très risquées, voire à camoufler ou à manipuler frauduleusement leurs résultats comme dans les affaires Barings et Kidder Peabody.

L'OICV et le Comité de Bâle insistent sur la nécessité pour les personnes chargées du contrôle des opérations sur produits dérivés de posséder un bagage mathématique suffisant pour comprendre les modèles à la base de la valorisation de ces produits et de la gestion des risques qu'ils impliquent. En revanche, des traders expérimentés estiment souvent que le plus important et ce qui fait peut-être le plus défaut à des traders formés du jour au lendemain est d'avoir le courage d'admettre ses erreurs et de chercher à s'en sortir.

La problématique que pose l'affaire Barings s'exprime en les termes suivants : « combien de temps met-on dans une banque pour découvrir un trader fou ? » En effet, il a fallu plus d'un mois à la direction de Barings pour se rendre compte des pertes exceptionnelles engendrées par un de ses traders, alors qu'il avait pourtant engagé ses opérations

sur un marché à terme organisé, réclamant des appels de marge quotidiens sur les positions perdantes. Le risque majeur mis en lumière dans cette affaire est donc bien celui d'une déficience de l'information interne, définie comme la communication dans les deux sens entre les dirigeants sociaux et les personnes chargées de la mise en œuvre des règles établies par eux.

En fait, l'information interne devrait d'abord reposer sur des procédures claires et connues de tous les membres de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit. Les règles et procédures devraient donner la mesure des risques de marché et de crédit, y compris la position globale des risques, en fonction des objectifs de tolérance (limites de position ou capital exposé au risque) ainsi que des critères d'acceptation des contreparties, des stratégies et des produits. Elles devraient également spécifier les procédés de suivi des risques et les critères de notification des écarts. Une attention particulière devrait être portée au système comptable, support privilégié de l'information interne, et à son intégrité. Les affaires Kidder Peabody et Barings comportent en effet toutes les deux une manipulation des comptes.

Au-delà du contrôle interne d'une entreprise ou d'une institution financière sur ses activités sur les marchés dérivés, il convient de mettre l'accent sur les difficultés liées à la surveillance de ces opérations par les acteurs extérieurs qui pourraient subir d'éventuelles pertes imprévues qu'elles généreraient, mais qui n'ont généralement pas un accès direct à l'information : actionnaires, salariés, autorités de tutelle, clients, fournisseurs.

Les difficultés liées à la surveillance externe des opérations sur les marchés dérivés tiennent tout d'abord au problème de la transparence et de la réalité de l'information diffusée concernant ces interventions. Cette information peut en effet facilement être manipulée : par exemple, une entreprise ayant eu une position financière spéculative durant toute l'année peut très bien, si le marché s'y prête, dénouer ses opérations spéculatives au moment de la clôture de l'exercice, faisant ainsi apparaître une gestion moins risquée dans les comptes et les documents de synthèse.

Outre le problème de la réalité des informations se pose celui de leur interprétation :

— les indicateurs utilisés sont-ils, par exemple, suffisamment explicites ? S'agissant plus spécifiquement des banques, les documents publiés doivent encore probablement faire l'objet d'une plus grande lisibilité : il ne suffit pas de donner des chiffres, encore faut-il qu'ils soient compréhensibles et puissent être interprétés par l'extérieur. C'est là très largement un champ d'action pour les contrôleurs bancaires.

Plus fondamentalement, les entreprises ont du mal à définir la quan-

tité d'informations qu'elles doivent délivrer au sujet de leurs interventions sur les marchés dérivés. Il est possible de laisser apparaître des montants d'engagements qui, à première vue, semblent déconnectés de la réalité des risques que vous avez à couvrir. En résumé, ne pas donner d'informations ne fait qu'augmenter les fantasmes. En donner trop, c'est tomber dans le travers d'une œuvre encyclopédique et risquer de dévoiler des aspects stratégiques de l'entreprise. Donner une information intermédiaire, c'est s'exposer à des erreurs d'interprétations.

Les erreurs d'interprétation peuvent notamment être dues à une prise en compte du total des engagements alors qu'il ne faudrait en réalité tenir compte que des positions ouvertes.

Les produits dérivés ont déjà été à l'origine de sinistres individuels spectaculaires. Néanmoins, les risques les plus craints sont ceux induits par les produits dérivés sur l'économie, voire un risque systémique qui affecterait l'ensemble du système financier international.

Les produits dérivés : risques et enjeux au niveau macro-économique

Les produits dérivés compliquent le contrôle des mécanismes économiques

Le General Accounting Office du Congrès américain estime que les contrats échangés en 1992, approchaient 17 650 milliards. Les deux tableaux ci-dessous, extraits de son rapport, permettent d'apprécier l'évolution par type de supports et de produits de 1989 à 1992, évolution due notamment aux nouveaux besoins de couverture dans une conjoncture tourmentée, à la mondialisation des marchés, au développement

209

*Tableau 1 :
Contrats en notionnel par type de supports (en milliards de dollars)*

	1989	1991	1992	Variation 1989/1992
Taux d'intérêt	4 311	8 404	10 923	153 %
Devises	2 779	5 415	6 475	133 %
Actions	108	209	245	127 %
Total	7 198	14 028	17 643	145 %

Sources : GAO, ISDA.

Tableau 2 :
Contrats en notionnel par type de produits (en milliards de dollars)

	1989	1991	1992	Variation 1989/1992
Forwards	3 034	6 061	7 515	148 %
Futures	1 259	2 254	3 154	151 %
Swaps	1 952	3 872	4 711	141 %
Total	7 198	14 028	17 643	145 %

Sources : GAO, ISDA.

d'activités de trading pour compte-propre...

En France, la Commission Bancaire indique un encours notionnel d'environ 30800 milliards de francs de produits dérivés au hors bilan des entreprises de crédit.

Ces différentes appréciations sont évaluées par le montant du notionnel contracté et non par la position réelle. Il existe deux sources d'imprécision. Les données comptables sont majorées par un effet d'empilement : des contrats sont additionnés à des contrats dont ils annulent les effets. Ce phénomène devrait disparaître avec un mode de calcul en compensation bilatérale (netting), ou multilatérale (clearing). De plus, les données ne sont qu'une estimation partielle, faute de connaissance précise des volumes réalisés sur les marchés de gré à gré.

210

Une étude publiée dans le Bulletin de la Banque de France explique que les produits dérivés ont un effet sur la vitesse de transmission de la politique monétaire en tendant à « retarder » son impact sur la demande interne. En effet, les entreprises qui anticipent un changement durable d'orientation de la politique monétaire dans le sens d'un durcissement ont la possibilité de limiter l'impact de cette modification sur leur plan de financement : si elles sont endettées à taux variables, elles peuvent changer les caractéristiques de leurs emprunts en les transformant en engagement à taux fixe ; le marché des Swaps leur permet de retarder ainsi les effets d'un durcissement de la politique monétaire. Inversement, les entreprises qui anticipent un assouplissement de la politique monétaire peuvent accélérer les effets de ce changement d'orientation sur leur plan de financement en transformant leur stock de dettes à taux fixe en engagement à taux variables.

Un deuxième facteur devrait conduire à différer l'impact des modifications de taux : une moindre prise en considération des risques engendrés par les modifications de la politique des taux. Comme les agents qui assument le risque ont normalement une aversion pour ce dernier plus faible que la moyenne, leurs plans de dépenses devraient ne

dépendre que dans une faible mesure de la réalisation du risque. Les agents qui couvrent leur risque sont également moins sensibles à cette notion. Ainsi, en l'absence de couverture, face à l'évolution défavorable du sous-jacent et donc la perspective de perdre des revenus, ils auraient révisé à la baisse leurs plans de dépenses.

Pourtant les produits dérivés permettent un meilleur fonctionnement de l'économie et une meilleure allocation des ressources. Ils sont utilisés comme des indicateurs des anticipations du marché et peuvent donner une lecture instantanée des taux à terme anticipés. D'où des politiques monétaires plus efficaces.

Sans compter que l'existence de marchés dérivés favorise la liquidité des titres sous-jacents et facilite leur émission ; l'État a bénéficié de cet effet dans la gestion de la dette publique avec le contrat sur notionnel de ces emprunts de 7 à 10 ans traité sur le MATIF.

Les produits dérivés risquent de perturber la volatilité et la stabilité des marchés financiers en période de crise.

Les marchés dérivés favorisent l'intervention d'investisseurs rationnels, qui achètent quand les prix sont bas et vendent quand les prix sont hauts. Par exemple, Choe, Chrissos et Levasseur expliquent que les marchés à terme permettent un échange d'informations plus diverses et denses, qualité qui attire de nombreux investisseurs. L'augmentation du nombre de participants a alors un impact stabilisant sur les prix en améliorant la liquidité. Cette liquidité facilite le transfert de risque mais aussi l'aggrégation des informations en un signal, le prix à terme. »

211

De plus, si les marchés financiers permettent une redistribution du risque global entre les individus présentant des aversions différentes à l'égard du risque, ils contribuent néanmoins à la diminution du risque global dans la mesure où les individus détiennent des positions croisées.

Toutefois, en période de crise, il n'est pas certain que les produits dérivés aient un effet stabilisateur. Leur influence dépend de la qualité de réaction du marché. Or en période instable, la nécessaire qualité de coordination peut être altérée. Le mimétisme et l'effet de levier amplifient le phénomène. L'asymétrie d'information et la rapidité d'intervention nécessaires en période d'instabilité ne font qu'accentuer les comportements mimétiques et renforcent la tendance du marché. Le rapport Brady a mis en cause les stratégies d'assurance de portefeuille à la suite du krach boursier de 1987. En effet, proposer des ordres à la vente (à l'achat) en cas de baisse (de hausse) du marché accentue son évolution à la baisse (à la hausse) car il y a déplacement du prix d'équilibre vers une valeur plus faible (plus forte). L'assurance de portefeuille semble donc accroître les variations autour du cours d'équilibre et augmente ainsi la volatilité, engendrant une plus grande instabilité du sous-jacent. Cepen-

dant les résultats de l'étude pour la COB indiquent que l'assurance de portefeuille ne peut expliquer, à elle seule, l'augmentation de la volatilité et l'instabilité des marchés financiers comme dans le krach de 1987. De plus, les travaux théoriques n'ont pas encore permis d'élucider complètement les effets de l'assurance de portefeuille.

Les produits dérivés peuvent alors s'avérer déstabilisants pour le marché financier dans son ensemble.

Les produits dérivés et le risque systémique

Une étude de Merrill Lynch de septembre 1994 sur le marché stratégique des produits dérivés décrit les caractéristiques de ce marché et souligne surtout le phénomène de concentration des intervenants. Le tableau ci-après permet de voir que les institutions les mieux cotées par les agences de notation détiennent la grande majorité des contrats.

Tableau 3 :
Notation des participants sur le marché des swaps

Rating	%	Notionnel en milliards de \$
AAA ou Aaa	9,7	535
AA ou Aa	31,7	1 747
A	36,7	2 023
BBB ou Baa	19,4	1 066
Total	97,5	5 375

Source : GAO.

Les huit premiers acteurs du marché mondial représentent 56 % des contrats échangés. En revanche, aucun des acteurs ne possède plus de 10 % d'un même produit.

Ce phénomène de concentration, s'il devait se poursuivre, accroîtrait le ratio des encours notionnels sur les capitaux propres. Avec l'internationalisation des marchés et la création de nouveaux produits, les transferts interbancaires ont augmenté de façon spectaculaire. Le rapport de la BRI indique : « Il suffit de deux jours et demi pour que les transferts interbancaires au Japon représentent un montant équivalent au PNB annuel du Pays. » Par l'importance des transactions quotidiennes, les systèmes de paiement « peuvent devenir un puissant canal institutionnel de propagation des crises systémiques ». Le risque systémique se définit en effet comme le défaut de paiement d'un participant qui provoquerait la défaillance d'autres acteurs, déclenchant ainsi une réaction en chaîne aboutissant à une crise financière généralisée.

*Tableau 4 :
Chiffres des montants engagés, des actifs et des capitaux propres
(en milliards de dollars)*

	Montant notionnel de contrats hors bilan	Total actifs	Capitaux propres
Bankers Trust	1 923	92	4,5
JP Morgan	1 731	134	9,9
Goldman Sachs	1 030	116	5
Salomon B.	999	185	4,6
Merril Lynch	891	153	5,5
Morgan Stanley	629	97	4,5

Sources : Rapports annuels.

Les marchés dérivés qui n'ont pas de compensation multilatérale, qui n'ont pas de règles d'irrévocabilité et d'inconditionnalité des paiements pour toutes les parties concernées, sont particulièrement vulnérables à ce risque. Un incident de règlement sur un marché étroit peut entraîner une brusque baisse de liquidité. Or la dégradation de la liquidité se propage par la réaction des institutions qui cherchent de la liquidité pour leurs ressources afin d'assurer leur activité propre. L'effet de levier des produits peut engendrer d'énormes pertes absorbant les liquidités d'un acteur et provoquant un déséquilibre non compensable dans les transactions internationales.

213

Ce risque de diffusion du défaut aux contreparties a été évoqué lors de la faillite de la Banque Barings, mais des banques se sont portées candidates à la reprise de l'institution de la City, répondant ainsi aux inquiétudes des banques créancières

Au regard de ces risques, une adaptation du contrôle prudentiel est-elle nécessaire ?

Les pertes récentes liées à l'utilisation de produits dérivés plaident en faveur d'une réglementation accrue

Des pertes imprévues liées aux interventions sur les marchés dérivés ont été subies aussi bien par des entreprises et des fonds de gestion utilisateurs finaux que par des banques.

En ce qui concerne les entreprises, Procter & Gamble annonçait en 1994 une perte de 102 millions de dollars US sur le premier trimestre résultant de deux opérations de swaps à fort effet de levier. Quelques jours plus tard, Air Products and Chemicals annonçait une perte de 60 millions de dollars US sur ses activités sur produits dérivés. Ces pertes

sont relativement faibles comparées à celles enregistrées à la fin de l'année 1993 par Kashima Oil et par Metallgesellschaft. Quant aux banques, il suffit de citer Kidder Peabody, Barings et Sumimoto.

Cette augmentation récente des sinistres en taille et en fréquence a suscité l'inquiétude des organismes de réglementation. Leurs comités de réflexion sur la surveillance prudentielle des marchés dérivés ont rédigé plusieurs rapports dans lesquels ils s'interrogent sur l'opportunité d'une réglementation accrue (Groupe des Trente, GAO, OICV, Comité de Bâle...).

Avant d'analyser les conclusions de ces rapports et les propositions des régulateurs, il convient d'évoquer les observations contre un excès de régulation des nouveaux marchés financiers.

Selon les professionnels de la finance, il faut relativiser l'importance des risques sur les marchés dérivés

D'après la Commission Bancaire, sur l'année 1993, un tiers des transactions de produits dérivés ont eu lieu sur les marchés organisés où le risque est limité du fait d'une part des dépôts de garantie et des appels de marge, d'autre part de la présence d'une chambre de compensation qui implique une dilution des risques de contrepartie entre les différents membres compensateurs. Ce risque est d'ailleurs limité à la variation journalière du cours, elle-même aussi généralement majorée. Quant aux 20 milliards de dollars d'encours notionnels de produits dérivés OTC, ils ne reflètent pas la réalité des volumes et du risque. La plupart des banques estime qu'il ne faudrait tenir compte que de leurs positions nettes avec leurs contreparties. Mais une telle compensation bilatérale n'est pas acceptée dans de nombreux systèmes juridiques. A noter toutefois que cette pratique est de plus en plus admise, en France en particulier depuis décembre 1993 en cas de redressement judiciaire.

Il faut de plus remarquer que pour chaque accident un grand nombre d'enseignements sont tirés. De plus, pour un accident, il y a des milliers de cas où les bénéfices des produits dérivés ont été ressentis et ont aidé à maximiser les avantages résultant de la dérégulation financière. Un cadre réglementaire trop strict pourrait faire dérailler le moteur de l'innovation et bloquer l'évolution du système financier vers une plus grande efficacité.

En outre, des efforts de contrôle des risques et de transparence ont été accomplis par les banques

L'OICV souligne que les forces du marché peuvent exercer sur les firmes des incitations marquées afin de mettre en place des mécanismes efficaces de contrôle des risques opérationnels et financiers. Pour sauvegarder leur position, les firmes peuvent en effet abandonner ou restreindre

dre leurs activités avec certains participants du marché lorsqu'elles ont des doutes sur le sérieux de leur gestion. En outre, les intérêts commerciaux de la firme doivent l'amener à vérifier que sa contrepartie est habilitée à conclure la transaction projetée, est représentée par une personne possédant l'autorité réelle, est solvable et a accès à des systèmes convenables de paiement.

Surtout, concernant le risque de contrepartie, l'instabilité financière observée depuis deux ans a accentué un phénomène apparu auparavant : l'essor de mécanismes d'autorégulation des marchés de gré à gré. Les banques en relation bilatérale avec des acteurs qui font l'objet de réglementation plus souple, tels les « hedge funds », exigent de leurs contreparties des dépôts de garantie et des appels de marge inspirés des marchés organisés. Ces garanties collatérales sont parfois plus sévères que celles des marchés organisés.

Quant au risque opérationnel, un groupe de travail constitué de six des plus importantes firmes d'investissement de New-York a présenté le 9 mars 1995 un schéma de renforcement volontaire des mécanismes de contrôle des interventions sur les marchés dérivés de gré à gré. Schéma, défini en collaboration avec les organismes américains de surveillance des marchés. Les banques concernées s'engagent, de plus, à avertir par écrit leurs clients des risques liés aux produits qu'elles leur proposent.

215

Il convient de souligner aussi, relativement au risque de marché, que les banques ont effectué des investissements énormes pour mettre au point des modèles de gestion des risques. Ceci, tant pour éviter de très lourdes pertes sur leurs opérations dérivées, que parce qu'elles sont conscientes de l'intérêt stratégique de posséder une avance technologique dans les systèmes de gestion des risques, en particulier vis-à-vis de leur clientèle. De plus, elles y sont incitées par diverses recommandations émanant du Groupe des Trente ou du Comité de Bâle. Certaines banques, à l'instar de J.P. Morgan avec Riskmetrics, proposent un outil standard de la mesure du risque, ce qui reflète la volonté des intervenants de parler un langage commun en la matière, donc une volonté de plus grande transparence des marchés financiers.

Il faut noter enfin que la plupart des grands intervenants bancaires ont créé des filiales spécialisées, très fortement capitalisées et notées « AAA » par les agences de rating pour traiter sur les marchés dérivés. Les agences de notation veillent à ce que le capital de ces véhicules soit toujours suffisant pour couvrir le risque de marché et/ou de contrepartie.

Selon les banquiers et certains organismes de tutelle, la réglementation actuelle peut paraître satisfaisante

Dès 1988, la COB a demandé, dans une recommandation aux entre-

prises cotées en Bourse de faire, dans la publication de leur rapport annuel, un effort tout particulier d'information sur leur usage des produits dérivés. Une autre recommandation de 1989 prolonge la démarche et l'obligation d'information ne se réfère plus uniquement aux produits dérivés, mais à l'ensemble des risques de marché (risques de taux, de change, d'actions) auxquels doit faire face une entreprise.

Toutes les sociétés doivent ainsi décrire les méthodes comptables retenues si elles utilisent des nouveaux instruments financiers et les éléments de leur bilan et de leur hors-bilan qui engendrent des risques de marché, ou leurs positions résiduelles vis-à-vis de ces risques. Les sociétés dont les interventions sur les marchés sont significatives sont de plus tenues d'expliquer leurs procédures de fixation et de contrôle périodique des limites d'exposition et l'incidence sur la formation du résultat de leurs interventions sur les marchés.

Quant aux organismes de gestion collective, la directive européenne de 1985 dispose en son article 21 que les Etats membres peuvent les autoriser à recourir aux produits dérivés à condition que ce recours soit fait en vue d'une « bonne gestion de portefeuille ».

En raison des garanties qu'ils apportent en termes de sécurité et de transparence, la réglementation française a privilégié les interventions sur les marchés organisés, les opérations des OPCVM sur les marchés de gré à gré n'intervenant que par substitution et par défaut.

Les règles de transparence en matière d'utilisation des produits dérivés par les OPCVM ont été modernisées : le nouveau plan comptable des OPCVM, approuvé le 6 mai 1993, constitue un indéniable progrès dans le sens d'une plus grande transparence, en intégrant des tableaux d'exposition des portefeuilles d'OPCVM aux risques de taux, de change et d'actions.

Enfin, la directive européenne de 1993 sur les fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit intègre à part entière les transactions de gré à gré sur instruments dérivés, dans la mesure où au moins une des deux parties est soit une entreprise d'investissement, soit un établissement de crédit. Elle se situe donc dans la lignée du ratio Cooke mais, par comparaison avec ce dernier qui ne concerne que les établissements de crédit, elle a l'avantage d'un champ d'application plus large.

Les propositions et réflexions actuelles des organismes de réglementation

Une critique à l'encontre de la réglementation actuelle des marchés dérivés est de ne pas obliger les entreprises, notamment les banques, à plus de transparence concernant leurs opérations sur ces marchés.

Ainsi le rapport du Groupe des Trente (G30) conclut-il à la nécessité pour les états comptables de présenter de manière plus transparente l'utilisation faite des produits dérivés.

Le rapport relève aussi une grande disparité tant dans les éléments d'information présentés que dans les principes comptables utilisés. Aussi, en vue d'une harmonisation des principes comptables et juridiques applicables aux produits dérivés, le G30 préconise-t-il de reconnaître la compensation des opérations dérivées et ses effets, notamment sur le calcul des ratios de solvabilité.

En fait, la réglementation peut exercer une influence sur les intermédiaires et les autres participants au marché qui ne sont pas soumis à la réglementation, ainsi que sur les utilisateurs finaux, notamment en leur faisant prendre conscience des risques de façon plus nette.

Tous les acteurs des marchés en conviennent : une gestion saine des risques financiers doit reposer à la fois sur un niveau suffisant de fonds propres et sur des mécanismes de gestion solides, le tout étant bien sûr de définir avec précision ceux-ci et celui-là.

Mettre en place des mécanismes de gestion solides permet d'établir un équilibre entre d'une part la protection des clients et la protection du système et d'autre part, la nécessité de ne pas créer d'obstacle à l'activité commerciale. Pour éviter toute distorsion, pour chaque firme, les structures de contrôle doivent être appropriées au volume, au profil de risque et à la complexité de ses activités de gré à gré sur les produits dérivés.

Compte tenu de l'internationalisation des marchés dérivés, les problèmes posés par la croissance de ces opérations ne peuvent être appréciés que globalement, ce qui explique la coopération internationale entre organismes de réglementation des marchés des valeurs mobilières et autorités de tutelle bancaires.

Cette coopération est nécessaire pour améliorer la connaissance des autorités de tutelle sur les produits dérivés négociés de gré à gré. Il s'agit notamment d'acquérir une connaissance globale des opérations transnationales effectuées par des groupes implantés dans différentes parties du monde. C'est au moment même où l'affaire Barings éclate qu'un nouveau rapport des gouverneurs du G10, dit « rapport Brockmeijer », est rendu public. Il propose des méthodes pour que les banques centrales puissent collecter régulièrement et de façon coordonnée des statistiques sur les marchés dérivés afin d'en améliorer la transparence. Cette coopération entre les différents organismes de réglementation est aussi considérée indispensable pour parvenir à des règles harmonisées de transparence des opérations vis-à-vis des intervenants et des investisseurs. Cette transparence passe notamment par une harmonisation des principes comptables applicables aux produits dérivés.

Tous les organismes de réglementation s'accordent sur la nécessité, dans chaque établissement de crédit ou entreprise d'investissement intervenant sur les marchés dérivés, d'un dispositif de gestion des

risques comportant des procédures claires et connues de tous les membres de l'institution.

Ainsi le Comité Technique de l'OICV et le Comité de Bâle insistent-ils surtout sur la nécessité pour les banques et les entreprises d'investissement d'avoir un solide dispositif de gestion des risques financiers et opérationnels. Ce dispositif a pour but d'établir une transparence totale des opérations de gré à gré sur produits dérivés et doit permettre la communication dans les deux sens entre le conseil d'administration et les personnes chargées de la mise en œuvre des règles établies par le Conseil.

Pour les banques, les risques de crédit, de marché, de liquidité, opérationnels et juridiques, ne constituent pas une nouveauté, même si leur mesure et leur gestion peuvent s'avérer plus complexes pour les produits dérivés. En conséquence, le processus de gestion des risques pour les opérations sur produits dérivés devrait être intégré, autant qu'il est possible, au système global de gestion des risques de l'institution, en utilisant un schéma conceptuel commun.

De fait, des débats en cours sur l'opportunité d'une réglementation spécifique aux produits dérivés émergent deux approches parmi les régulateurs.

D'après la première approche, défendue par exemple par la Réserve Fédérale des États-Unis, il faut en fait compter sur la gestion décentralisée des risques, sur la mise en place de procédures de back-office et de contrôle interne dans chaque établissement. La seconde approche, défendue notamment par le GAO, ne nie pas la nécessité du contrôle et de la surveillance interne, mais elle accorde plus de poids au rôle de la réglementation prudentielle externe. Le GAO va jusqu'à proposer la création d'une autorité de tutelle spécifique et certains préconisent l'instauration d'une taxe sur les profits générés par la spéculation sur les produits dérivés.

Dans tous les cas, la réglementation doit tenir compte du délicat problème de la mesure du risque. Cette mesure nécessite de faire appel à des méthodes quantitatives sophistiquées et c'est souvent au sein des institutions financières qu'ont été développés les modèles nécessaires à cette mesure. Le règlement adopté par le Comité de réglementation bancaire relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché, et entré en vigueur en 1996, offre la possibilité aux établissements d'utiliser les modèles internes pour le calcul des risques de taux, de variation de prix des titres de propriété et des risques de change. Cependant, ces modèles doivent faire l'objet d'une autorisation préalable du secrétariat général de la Commission bancaire et les établissements doivent à la fois couvrir les risques mesurés par leur modèle mais également des risques calculés à partir des modèles standards. En prévoyant la référence aux

modèles internes, la réglementation va plus loin que la directive européenne de 1993 mais offre moins de marge de manœuvre que la réglementation anglaise et reste en retrait par rapport aux propositions du Comité de Bâle d'avril 1995.

En concomitance avec le vaste mouvement de dérèglementation et de démutualisation des risques des collectivités vers les agents économiques, le développement des marchés dérivés a permis une meilleure allocation des ressources, en permettant notamment d'échanger des avantages comparatifs, et une meilleure allocation des risques, ces derniers étant transférés vers les agents les plus aptes à les gérer.

Toutefois, comme le montre la récente augmentation en fréquence et en taille des « accidents », cette évolution s'est accompagnée de problèmes accrus de contrôle au sein des entreprises et des institutions financières.

Ce n'est pas tant la fonction financière qui devrait évoluer dans les prochaines années que le mode de fonctionnement des institutions, les normes comptables et les outils de contrôle et de régulation. Cette évolution sera due à l'émergence, déjà constatée, de produits de plus en plus hybrides rendant impossible la distinction traditionnelle en classes d'actifs (monétaires, obligataires, actions...) et partant en classes de risque. Ainsi, il ne sera plus possible de réguler en fixant des normes prudentielles par classes d'actifs, ni d'évaluer la valeur de l'entreprise sur des techniques comptables fondées sur cette distinction. De plus en plus le risque devra être saisi et géré dans sa globalité et non selon les formes diverses et labiles qu'il peut prendre.

219

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- P. Artus. *Marché à terme, options et stabilité du marché au comptant des taux d'intérêt*, Banque de France, 1986.
- Banque. *Les produits dérivés*, n°548, mai 1994.
- Bulletin de la Banque de France. *Les marchés de produits dérivés en France*, n°2, Février 1994.
- Bulletin de la COB. n°283, septembre 1994.
- P. Charletty-Lepers, R. Portrait. *Impact des stratégies d'assurance de portefeuille sur la volatilité et la stabilité des marchés financiers*, Conseil Scientifique de la COB, 11 mars 1994.
- H.S. Choe, J. Chrissos, M. Levasseur. *Les marchés à terme sont-ils déstabilisateurs* - Revue d'économie financière, n°5/6 septembre 1988.
- Comité de Bâle. *Lignes directrices pour la gestion des risques liés aux instruments dérivés*, juillet 1994.

- Comité de Bâle. *Surveillance prudentielle des activités des banques sur instruments dérivés*, décembre 1994.
- Comité technique de l'OICV. *Mécanisme de gestion des risques opérationnels et financiers liés aux opérations de gré à gré des maisons de titres sur les produits dérivés*, juillet 1994.
- Merrill Lynch. *The derivatives debates*, septembre 1994.
- Risk. *MG's trial by essay*, vol 7, n°10, octobre 1994 p.28.
- Risk. *A twinkle in the eye*- vol 7, n°11, novembre 1994 p.36.
- Risk. *How safe is Riskmetrics ?*, vol 8, n°1, janvier 1995.
- Risk Managing. *Fighting fire with facts*.
- J.C Rochet. *Volatilité et stabilité de l'équilibre sur les marchés organisés : le rôle des produits dérivés*, Conseil Scientifique de la COB, 11 mars 1994.
- J. Saint-Geours. *Pour une meilleure identification des risques associés aux produits dérivés*, MTF n°65, novembre 1994.
- D. Szpiro. *Effet des marchés optionnels sur les cours des action : les principaux constats empiriques*, Conseil Scientifique de la COB, 11 mars 1994.
- J.-C. Trichet. *Stabilité des marchés de l'argent*, Futuribles, novembre 1994.