

**Institut d'Economie Industrielle
Université des Sciences Sociales de Toulouse**

Conférence du 19 mars 1997

Hayne LELAND

**GESTION DU RISQUE D'ENTREPRISE:
PROMESSES ET EMBUCHES**

La dernière décennie a vu se développer une innovation financière qui rivalise en importance et écrase en amplitude n'importe quel siècle précédent. Je parle bien sûr de la croissance explosive des marchés de produits dérivés. La valeur sous-jacente ou notionnelle des contrats de produits dérivés dépasse 25000 milliards de dollars, environ la même valeur que la production mondiale annuelle (GNP).

Dans l'esprit du grand public, les produits dérivés sont généralement considérés comme le jouet spéculatif de Wall Street et de la City, n'ayant pas grand chose à voir avec les entreprises produisant des biens et services dans le monde. Mais les entreprises non financières usent (et parfois abusent) de ces instruments de façon croissante. Mon propos aujourd'hui essaiera de montrer comment les entreprises peuvent utiliser efficacement les produits dérivés pour gérer le risque.

Tout d'abord, je vais vous présenter rapidement les types de produits dérivés aujourd'hui disponibles, et en quoi ils diffèrent d'instruments financiers plus traditionnels. Puis, je traiterai des questions que les entreprises non financières doivent résoudre avant d'envisager l'utilisation de produits dérivés. Enfin, je proposerai quelques conclusions sur les techniques de gestion du risque, et sur ce qu'il faut faire pour éviter les désastres tels que Metallgesellschaft, Orange County, Barings et beaucoup d'autres.

I - Que sont les produits dérivés ?

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont les revenus sont basés sur les mouvements de prix d'indices financiers ou de titres sous-jacents, tels que les bons du Trésor, les actions, les taux de change, les taux d'intérêt à court ou long terme et les prix des matières premières. Les produits dérivés comprennent des contrats à terme (futures ou forwards), des options et des swaps basés sur ces indices. Plus récemment, on a vu des produits dérivés basés sur des grands risques (contrats catastrophes), une différence entre deux taux d'intérêt (par exemple la différence entre le LIBOR et le taux des bons du Trésor), des moyennes de prix, des paniers d'actions internationales, et pratiquement tout indice imaginable.

Beaucoup de ces instruments s'échangent sur les marchés de futures et d'options. L'indice de valeurs S&P 500 est un exemple de contrat à terme futures.

La valeur sous-jacente (ou notionnelle) des échanges quotidiens des contrats futures est de plus de 30 milliards de dollars, dépassant de 50% les 20 milliards de dollars échangés quotidiennement à la bourse de New York. Le volume des Eurodollars à trois mois est d'environ 360 milliards de dollars par jour, et la valeur notionnelle de tous les échanges de produits dérivés en 1995 a dépassé 9000 milliards de dollars.

D'autres produits dérivés sont échangés sur les marchés «de gré à gré», sur lesquels des vendeurs individuels (en particulier les banques) ont proposé des produits dérivés créés sur mesure pour les besoins d'acheteurs individuels. La valeur notionnelle des produits dérivés sur ces marchés «de gré à gré» est d'environ 15000 milliards de dollars, dont la moitié environ est constituée de swaps sur les taux d'intérêt.

Qu'y a-t-il d'exceptionnel dans ces produits dérivés, de différent par rapport aux instruments financiers traditionnels ? On peut noter au moins trois différences importantes :

1) Un important effet de levier, ou l'Efficacité du Capital

Les revenus des produits dérivés sont fondés sur les variations de valeurs de l'indice sous-jacent ou des actions et ne représentent pas réellement un droit de propriété sur l'actif sous-jacent. Les produits dérivés ont un coût initial peu élevé et des marges faibles, généralement moins de 10% de la valeur de l'actif ou de l'indice sous-jacent. Par exemple, un investisseur peut parvenir aux mêmes gains ou pertes en possédant 100000 dollars d'actions qu'avec des contrats futures ne demandant que 10000 dollars de mise de fonds initiale. Les produits dérivés sont des instruments à haut effet de levier, ne requérant qu'un investissement minimal.

Par conséquent la plupart des produits dérivés sont susceptibles, à partir d'engagements financiers initiaux peu élevés, d'engendrer des gains importants, ou des pertes importantes. Les produits dérivés sont aux actions ordinaires ce qu'est une Ferrari par rapport à une 2CV, ou, vus par la presse et les gouvernements enclins à réguler les marchés, ce qu'est une mitrailleuse Uzi par rapport à un pistolet calibre 22.

2) De faibles coûts de transactions

Les coûts de transaction induits par la négociation d'actifs dérivés sont plus faibles que ceux induits par la négociation d'une position de risque équivalente dans l'actif sous-jacent. Un contrat futures sur l'indice S&P 500, représentant l'équivalent d'environ 400000 dollars, requiert une commission d'environ 25\$ par transaction, soit moins de 1 point de base. La différence entre les prix acheteurs et vendeurs sur les produits dérivés les plus courants (plain vanilla) est également faible, bien que les instruments «de gré à gré» soient beaucoup moins liquides. (Il est alors important de toujours demander la cotation d'une fourchette achat-vente).

Un fait également important est qu'il est aussi facile et économique de prendre une position à découvert pour la plupart des produits dérivés que de

prendre une position «longue». Les positions à découvert, qui ont tendance à être coûteuses si on n'utilise que les actifs sous-jacents, sont essentielles pour se couvrir des risques sur les taux de change ou les cours des matières premières.

3) Flexibilité dans la conception

La façon dont les produits dérivés dépendent des variations de l'indice ou de l'action sous-jacents peut être très variée. La plus simple est un contrat à terme, futures ou forward, dont les revenus sont proportionnels à la variation de prix de la valeur sous-jacente.

Les options sont un peu plus complexes ; les gains sont liés à une valeur déterminée (le prix d'exercice) mais les pertes sont limitées au coût d'origine de l'option. Les options d'achat bénéficient de l'augmentation des prix ; les options de vente bénéficient des diminutions de prix. Il faut remarquer que le revenu d'une option de vente fournit une assurance contre la baisse du prix de l'actif ou de l'indice sous-jacents.

Les swaps sont plus complexes ; ils promettent un flux de revenus dépendant de la variation des taux d'intérêt (ou de tout autre indice) par rapport à un taux fixé ; il existe également les swaptions, qui sont des options pour acheter (ou vendre) des swaps.

Encore plus complexes sont les options asiatiques, dont les revenus dépendent de la moyenne des prix ou des taux au fil du temps, ou même du carré ou du cube des variations des actions sous-jacents. Pour des raisons évidentes, ces options sont appelées des produits dérivés exotiques. Les «structured notes» sont des instruments obligataires dont les intérêts dépendent des variations d'un indice sous-jacent, et imitent en cela les revenus des produits dérivés.

En fait, de nouveaux produits dérivés peuvent être conçus, selon virtuellement n'importe quelle fonction non linéaire des variations de cours de presque tous les actifs ou indices sous-jacents.

La réussite de l'utilisation des produits dérivés dépend de l'évaluation qui en est faite. Leur complexité a conduit à accorder une grande importance à l'analyse mathématique et à la modélisation informatique. En fait, on a pu dire que l'évaluation rigoureuse des produits dérivés, développée d'abord par Black et Scholes, était une condition nécessaire pour que ces marchés se développent. Bien que les techniques d'évaluation ne soient pas parfaites, elles sont suffisamment bien développées pour que l'on puisse, dans la plupart des cas, estimer avec une assez grande précision une valeur juste.

La croissance des marchés dérivés n'a eu d'égale que celle de la demande de mathématiciens de la finance. Les salaires annuels des meilleurs «ingénieurs financiers» de Wall Street dépassent 1 million de dollars.

II - Les produits dérivés améliorent-ils le bien-être ?

Cette question a été le sujet de nombreux débats dans lesquels les préjugés prenaient souvent le pas sur l'analyse rationnelle. Ces instruments n'éliminent

pas les risques du marché, mais se contentent de les redistribuer. Certains critiques ont qualifié les produits dérivés de « spéculatifs » et en un sens ils le sont ; pour chaque dollar gagné ou perdu par un acheteur de produits dérivés, un dollar équivalent est perdu ou gagné par la partie qui se trouve de l'autre côté du contrat.

Cela ne signifie pas, cependant, que les produits dérivés sont socialement inutiles. Faisons l'analogie avec l'assurance automobile. La plupart des gens sont d'accord pour penser qu'une telle assurance est souhaitable. Mais cela ne réduit pas le nombre d'accidents automobiles. Cela permet une meilleure répartition du risque. En effet, nous groupons nos risques d'avoir un accident, et la loi des grands nombres rend notre risque moyen pratiquement prévisible. Nous sommes d'accord pour payer ce risque moyen, plus quelques bénéfices pour la compagnie d'assurance, afin d'éviter une perte occasionnelle importante. Tous les conducteurs s'en portent mieux, même s'il n'y a pas moins d'accidents (en fait, il se peut qu'il y en ait plus). Je suppose que vous conduiriez tous moins si vous ne pouviez pas vous assurer contre les accidents de la route.

Les contrats de produits dérivés ne constituent pas une mutualisation du risque, mais ils redistribuent le risque vers ceux qui sont le plus aptes à le supporter. Le spéculateur est d'accord pour assumer un risque afin de gagner (en moyenne) un revenu suffisamment élevé. Le «hedger» (c'est-à-dire celui qui s'assure) est d'accord pour vendre le risque, puisque le revenu prévu est compensé par la réduction du risque. Les deux parties acceptent de participer à l'échange car elles espèrent en moyenne réaliser des bénéfices.

En dépit de leur capacité à améliorer l'allocation des risques, les produits dérivés peuvent facilement être mal utilisés. Les affaires de Metallgesellschaft, Barings et Procter and Gamble ont été relatées largement par les journaux, et il y en aura sûrement d'autres dans l'avenir. Malgré ces problèmes si largement diffusés, les produits dérivés continuent à se développer, et dans la majorité des cas, à être bien utilisés.

Une autre question est de savoir si le fort effet de levier des produits dérivés crée un danger pour le système financier (c'est le problème du risque systémique). Les produits dérivés sur les marchés de gré à gré basés sur les monnaies ou les swaps ont été une source essentielle de revenus pendant la dernière décennie pour beaucoup des plus grandes entreprises financières. Ces bénéfices substantiels ont conduit les banques à accroître la taille de leur «portefeuille» de produits dérivés. Leur valeur notionnelle, approchant un total de plus de 12000 milliards de dollars, est égale à plusieurs fois le total des fonds propres de l'ensemble des banques.

En 1994 par exemple, Bankers Trust avait un portefeuille de produits dérivés dont la valeur sous-jacente était égale à plus de 100 fois le capital de la banque. Une perte de 1% sur la valeur du portefeuille aurait conduit à l'insolvabilité. Une faillite de la Bankers Trust pourrait déclencher la faillite d'autres banques, avec le scénario catastrophe de l'effondrement complet du système bancaire. Heureusement, mais cela n'est pas étonnant, Bankers Trust avait conscience de sa vulnérabilité potentielle et son portefeuille de produits dérivés était bien assuré.

Les régulateurs se sont récemment penchés sur le problème du risque systémique et ont mis en place en 1995 le «Programme pour la surveillance volontaire» élaboré par le Derivatives Policy Group, constitué par le SEC et la CAD (Capital Adequacy Directive) de l'Union Européenne. Ces directives sur la pratique et les réserves devraient minimiser la probabilité d'un effondrement du système.

III - Qui utilise les produits dérivés ?

Aux Etats-Unis, pratiquement 100% des grandes institutions financières achètent et/ou vendent des produits dérivés. Les risques monétaires sont régulièrement assurés, de même que les taux d'intérêts fixes (ou flottants) et à long terme (ou à court terme).

Les plus grandes banques d'affaires et banques commerciales aux Etats-Unis ont joué un rôle pionnier dans le développement des techniques de contrôle du risque. Le système de gestion du risque de Goldman Sachs a été développé par Fisher Black qui avait inventé l'analyse théorique de l'évaluation et de la couverture des options avec un autre universitaire, Myron Scholes.

Des systèmes contrôlant des dizaines de milliers de positions dans des centaines de marchés différents sont régulièrement utilisés par les plus grandes banques. Ces banques ont ouvert la voie au concept de VAR (Value at Risk). Ce concept permet de mesurer la perte possible sur une période de X, avec une probabilité inférieure ou égale à Y. Par exemple, la «Capital Adequacy Directive» du comité de Bâle a fixé X=10 jours et Y=1%, et exige des réserves égales à trois fois ce chiffre. Pendant ces cinq dernières années, J.P. Morgan a développé «RiskMetrics», un cadre d'analyse statistique pour déterminer la VAR. Cette approche a été commercialisée et adoptée par la plus grande partie de la communauté bancaire internationale, y compris la majorité des grandes banques françaises.

Mais mon propos aujourd'hui est de m'interroger sur la façon dont les entreprises non financières peuvent utiliser ces nouveaux instruments financiers pour gérer efficacement le risque. Il s'agit peut-être du plus important des outils de gestion pour les entreprises lors de ces cinquante dernières années. Actuellement, plus de 85% des entreprises classées dans «Fortune 500» utilisent des produits dérivés, dont les swaps, les futures et forwards et les options. La proportion d'entreprises dont les capitalisations boursières sont inférieures à 50 millions de dollars qui utilisent des produits dérivés est beaucoup moins importante, environ 20%. Tandis que la plupart des entreprises utilisent des produits dérivés pour contrôler le risque, plus d'un tiers d'entre elles disent qu'elles les utilisent «de façon active» afin de refléter leurs points de vue sur les taux d'intérêts et/ou les taux de change. Contrairement aux plus importantes institutions financières, pratiquement aucune entreprise non financière n'a de stratégie d'ensemble pour la gestion et le contrôle du risque.

IV - Un cadre d'analyse pour la gestion du risque

Qu'imposerait une telle stratégie d'ensemble de la gestion du risque d'entreprise ? Pour répondre à cette question, nous devons d'abord aborder certains problèmes

- Quel est l'objectif de la gestion du risque d'entreprise ?
- Quels risques peuvent être assurés, et lesquels ne doivent pas l'être ?
- Quels instruments peuvent être utilisés pour couvrir le risque ?
- Comment éviter les désastres ?

Nous n'avons pas encore de réponses complètes à ces questions, mais la théorie économique et la pratique nous donnent quelques pistes.

Il faut d'abord noter que les entreprises ont utilisé des techniques «ad hoc» de gestion du risque bien avant la croissance des marchés de produits dérivés. Les entreprises ayant des marchés importants à l'étranger, telles que les entreprises automobiles japonaises, ont ouvert des usines dans les pays ou les zones d'échanges dans lesquels elles vendent. Les risques de mouvements défavorables de taux de change sont réduits puisque la même monnaie est utilisée pour les coûts aussi bien que pour les ventes. De la même façon, des emprunts peuvent être contractés dans le même pays que celui où sont détenus les actifs, couvrant ainsi les risques du bilan.

Les produits dérivés peuvent apporter un contrôle supplémentaire du risque, ou, dans de nombreux cas, peuvent proposer des solutions plus économiques. Plutôt que d'affronter les difficultés de mise en place d'une usine dans un pays étranger, par exemple, des instruments appropriés peuvent convertir une usine vendant à l'étranger en une usine étrangère «virtuelle», avec des coûts transférés d'une monnaie domestique à une monnaie étrangère par l'utilisation de produits dérivés.

1) Quel est l'objectif de la gestion du risque ?

Contrairement à ce que l'on pense, l'objectif de la gestion du risque ne doit pas être d'éliminer tous les risques. Une entreprise qui ne court aucun risque ne peut pas offrir mieux que le revenu sans risque que les investisseurs peuvent déjà obtenir par des emprunts d'Etat. Une question plus stimulante est à l'inverse de savoir pourquoi une entreprise devrait s'inquiéter d'éliminer un quelconque risque. Après tout, les porteurs d'actions peuvent diversifier leurs portefeuilles à travers les entreprises et peuvent éviter des risques excessifs en se protégeant personnellement. Dans un monde sans impôts ni coûts de transaction, le théorème de Modigliani-Miller énonce le principe de base suivant : la structure financière d'une entreprise n'a aucun impact sur sa valeur.

Bien sûr, dans le monde réel, les coûts de transaction comptent, particulièrement ceux qui concernent les coûts de détresse financière ou de faillite. Et les impôts comptent également, conduisant fortement à utiliser la dette (dont les intérêts sont fiscalement déductibles) plutôt que les fonds propres. Les entreprises supportent généralement une pénalité de 2 à 10% quand une augmentation de capital doit être faite. Cette divergence par rapport au monde «pur» de Modigliani-Miller est un des arguments qui conduit à un certain degré de gestion du risque.

Mais cela laisse ouvert le problème du choix des risques devant être couverts, et avec quels instruments. Etudions maintenant ces questions.

2) *Quels risques doivent être couverts ?*

Les économistes s'accordent généralement sur le fait qu'une entreprise doit couvrir les risques sur lesquels elle n'a ni contrôle ni expertise. Les risques pour lesquels elle a un pouvoir de contrôle et un certain niveau d'expertise doivent être considérés comme une source d'augmentation de la valeur pour l'actionnaire.

Considérons, par exemple, une entreprise d'industrie pétrochimique qui exploite et fabrique des produits plastiques issus de produits pétroliers. Une telle entreprise fait face à deux sortes de risques : le marché du plastique, et le prix du pétrole. Elle a de l'expertise et quelque moyen de contrôle sur le premier, mais n'a aucun pouvoir de contrôle et peut-être une expertise limitée sur le second. Il est alors clair que la gestion du risque consiste à couvrir les risques sur le prix du pétrole.

Quels sont les avantages à couvrir les risques sur le prix du pétrole ? Pour un niveau donné de production de produits plastiques, l'entreprise peut diminuer ses risques de difficultés de trésorerie et même de faillite en couvrant le risque sur le prix du pétrole. Le coût de financement de la dette diminuera, et peut permettre plus tard un levier financier plus élevé accompagné d'avantages fiscaux.

La couverture du risque peut permettre non seulement une structure financière plus agressive, mais également, en réduisant les fluctuations de trésorerie, un investissement plus important en recherche et en technologie, réalisant par là même de futures économies de coûts. Les bénéfices de la gestion du risque ne proviennent pas seulement de la réduction du risque sur les activités courantes, mais également des changements dans ces activités elles-mêmes. Considérons à nouveau l'analogie avec l'assurance : sans assurance automobile, nous conduirions probablement beaucoup moins que lorsqu'une assurance est disponible. L'automobile peut être utilisée de façon plus efficace étant donné que la gestion du risque (l'assurance) est possible.

Le risque sur le prix du pétrole courant doit-il totalement être couvert ? Pas nécessairement. Mettons que le prix du pétrole augmente. Les entreprises réduiront alors leur consommation de pétrole, et les bénéfices (ou la trésorerie) diminueront, mais de façon moins importante que l'augmentation du prix du pétrole. Une couverture complète sur l'utilisation courante du pétrole serait «trop» étendue. Si l'on inclut les revenus de l'assurance, l'entreprise aura en réalité plus de bénéfices si le prix du pétrole augmente, et inversement, les bénéfices seront moindres si le prix du pétrole baisse. Cela sous-entend que l'entreprise qui se couvre complètement spéculé en réalité sur le prix du pétrole. La couverture optimale devrait être moindre et devrait couvrir les bénéfices ou la trésorerie nets plutôt que les coûts courants.

On peut aller plus loin si les dépenses de taux d'intérêt sont corrélées avec les variations du prix du pétrole. Si une augmentation du prix du pétrole conduit à une augmentation des taux d'intérêt et donc à une perte de trésorerie, la

couverture adéquate devra être augmentée pour tenir compte de ce risque supplémentaire sur les bénéfices. On peut résumer en disant que le bénéfice net - et non les charges ou les produits - doivent être couverts contre les risques sur les prix (y compris les taux d'intérêt) sur lesquels l'entreprise n'a aucun pouvoir de contrôle. Et l'interaction entre les risques du marché auxquels l'entreprise doit faire face doit être acceptée.

3) *Quels instruments doivent être utilisés ?*

Les risques sur les prix peuvent être couverts par les contrats futures ou forward ou par les options. Les premiers supprimeront les effets de mouvements de prix, favorables ou défavorables, en bloquant le prix au prix du jour. Les options élimineront uniquement les mouvements de prix défavorables, mais elles sont plus chères. Que doit-on utiliser ?

La réponse n'est pas immédiate. La situation de concurrence de l'entreprise peut être importante. Par exemple, admettons que vous bloquiez vos coûts au niveau d'aujourd'hui à l'aide de contrats futures. Supposons maintenant que les prix changent de telle sorte que les coûts baissent. Si d'autres entreprises concurrentes ne se sont pas couvertes, leurs bénéfices plus importants peuvent leur permettre de baisser leurs prix de vente, alors que vous ne le pouvez pas. Si les mouvements de prix, tant favorables que défavorables, sont neutralisés, l'entreprise peut en souffrir. Il faut tenir compte de l'environnement de concurrence de votre industrie, et également de la façon dont les autres entreprises sont couvertes ou non, pour déterminer la meilleure stratégie.

Le fait d'éviter les catastrophes financières, une des raisons principales évoquées pour la gestion du risque, conduit à penser que seules les variations extrêmes qui menacent la solvabilité de l'entreprise doivent être couvertes. Cela plaide en faveur des options, et non des contrats futures, comme étant l'instrument préféré. C'est pourquoi les options peuvent être utilisées comme une assurance.

4) *D'autres questions sur les problèmes de couverture*

L'objectif de la gestion du risque pourrait être d'augmenter la valeur de l'entreprise en réduisant les risques sur la trésorerie sur lesquels l'entreprise n'a ni expertise ni contrôle. Mais quelques questions clés restent en suspens :

i) Les bénéfices courants seuls doivent-ils être assurés, ou les bénéfices futurs espérés, c'est-à-dire la valeur de l'entreprise ?

Si les bénéfices futurs peuvent être exactement liés aux mouvements de prix courants, les théoriciens diront que les bénéfices actuels aussi bien que futurs doivent être couverts. Mais peut-on avec précision prévoir les bénéfices en fonction des prix dans l'avenir, étant donné l'évolution de la technologie, des marchés et de la structure de l'industrie ? Si des erreurs sont commises, des positions assurées peuvent devenir des positions spéculatives. Bien plus, les problèmes de trésorerie que nous évoquons plus loin peuvent devenir beaucoup plus importants si les positions retenues sont plus étendues. Cela suggère que le contrôle du risque soit concentré sur la période courante, même si l'on espère que

le degré de couverture sera assez flexible pour s'adapter au changement des conditions du marché.

ii) Doit-on assurer les bénéfices «économiques» ou les bénéfices comptables ?

Malheureusement les bénéfices comptables ne coïncident pas toujours avec les bénéfices économiques. Une couverture fournissant une réelle réduction du risque peut en fait augmenter la volatilité des bénéfices comptables de l'entreprise.

L'aventure de Franklin Savings doit nous inciter à la prudence. Cette caisse d'épargne américaine très dynamique devint insolvable à la fin des années 1980. Franklin avait un portefeuille de prêts à long terme à taux fixe. Elle s'était assurée contre la hausse des taux d'intérêts en vendant des contrats futures de bons du Trésor. Mais les taux d'intérêt ont baissé. Le portefeuille de prêts de Franklin augmenta en valeur, mais ses contrats futures en bons perdirent des montants équivalents. Malheureusement, les comptables exigèrent que les prêts soient évalués à leur valeur initiale, de telle façon que les plus-values sur le marché n'ont pas été prises en compte. Par contre, les pertes sur les contrats futures étaient comptabilisées, et Franklin Savings fut obligé de cesser son activité puisque sa valeur comptable était tombée en dessous du minimum exigé. La morale de cette histoire est que tout programme de couverture doit prendre en compte non seulement les effets économiques mais aussi ses effets sur les bénéfices annoncés et sur les valeurs comptables.

V - Eviter les désastres

Les désastres passés peuvent être classés en trois catégories :

- le défaut de compréhension des mécanismes des produits dérivés (Les swaps de taux d'intérêt à fort effet de levier pour Procter et Gamble)
- les contrôles insuffisants des activités des employés (positions spéculatives du tout ou rien à la Barings ou chez Orange County).
- L'incapacité d'évaluer les conséquences des couvertures sur la trésorerie (Metallgesellschaft).

Procter et Gamble est un exemple d'acheteur naïf couplé à un vendeur agressif. P & G avait des anticipations sur l'évolution des taux d'intérêts et a acheté des produits dérivés très complexes à la Bankers Trust. Les conversations téléphoniques enregistrées des responsables de la Bankers ont montré qu'ils avaient très peu de considération pour les connaissances de leurs clients, et étaient ravis de vendre des produits dérivés à un prix qui leur paraissait avantageux. Les taux d'intérêts ont évolué à l'inverse de ce que pensait P & G ; ils ont découvert que l'effet de levier avec des produits dérivés «exotiques» était bien plus important qu'ils ne l'avaient pensé et qu'ils avaient perdu environ 100 millions de dollars ; ils ont poursuivi Bankers Trust en Justice, et celle-ci a dû s'incliner. Moralité : sachez ce que vous achetez, achetez des produits simples, obtenez des prix compétitifs. Autre moralité : peut-être que les entreprises ne devraient pas spéculer sur les taux d'intérêt...

Orange County est un autre exemple de spéculation incontrôlée. Le Trésorier, Robert Citron (un vrai «lemon») a eu raison pendant trois ans en pariant que les taux d'intérêt allaient chuter. Les gains de ses activités initiales (rachat de titres afin d'augmenter l'effet de levier) furent répercutés comme une partie de l'intérêt payé à court terme aux déposants municipaux par les comtés voisins de la Californie. Ces dépôts pouvaient être retirés à leur valeur faciale, comme dans un marché monétaire, sans se soucier de la valeur réelle de l'actif. Les dépôts ont afflué et Citron s'est vanté d'en connaître plus sur les taux d'intérêts que Goldman Sachs. Mais il s'agissait en fait de cavalerie ; de plus en plus de positions à effet de levier pariant sur la baisse des taux d'intérêt furent nécessaires, et Citron s'est tourné vers des produits dérivés pour atteindre ce niveau de levier. Les produits dérivés, soit dit en passant, produisaient l'équivalent du revenu d'obligations sur 100 ans, bien qu'ils n'aient pas atteint cinq ans, ce qui était l'exigence de durée réglementaire. Le Conseil d'Administration d'Orange County n'était pas très subtil et n'a pas réalisé la nature des positions spéculatives de Citron.

Finalement bien sûr les taux d'intérêt ont monté, les déposants ont été informés des problèmes financiers, il s'est produit une «ruée sur la banque», les déposants se précipitant pour récupérer leur argent à sa valeur totale. Orange County fut contraint de déposer son bilan et les investisseurs ont beaucoup souffert d'une perte de valeur importante. Citron fut licencié et le comté, malgré son manque évident de perspicacité, fit un procès à Merrill Lynch. Ce qui est amusant, c'est que, si la ruée ne s'était pas produite, Citron serait probablement encore un héros, puisque les taux d'intérêt ont beaucoup baissé.

Moralité : une municipalité qui spéculé est encore pire qu'une entreprise qui spéculé. Deuxième moralité : les produits dérivés peuvent être un instrument efficace pour éviter les réglementations.

L'histoire de Metallgesellschaft est particulièrement instructive. Metallgesellschaft a vendu une quantité importante de pétrole à terme à un prix qui paraissait favorable. L'objectif invoqué pour cette opération n'était pas de spéculer, mais plutôt d'aider la clientèle.

Pour se couvrir contre l'augmentation des prix, Metallgesellschaft prit des positions importantes sur des contrats futures de pétrole à court-terme. Les prix du pétrole ont baissé, ce qui signifiait que la valeur de la position de vente à terme augmentait. Cependant, les pertes engendrées par la couverture à court terme exigeaient un paiement de plus de 1 milliard de dollars, alors que le bénéfice créé par leur position à terme ne serait réalisé que dans les années à venir. L'assurance, en réduisant le risque sur le long terme, avait de façon dramatique déstabilisé les résultats sur le revenu à court terme et la trésorerie. Incapables de faire face à cette situation, ils abandonnèrent la couverture à long terme, laissant leur position complètement découverte. Il existe aujourd'hui encore un débat pour savoir si la couverture avait été correctement conçue, mais il paraît évident que le problème le plus important fut celui des difficultés imprévues de trésorerie.

Moralité : n'oubliez pas que même une couverture parfaite peut engendrer des difficultés temporaires de trésorerie et de revenu.

Des solutions à ces trois types de problèmes doivent être proposées par un système de gestion du risque correctement conçu. Un tel système exigera une expertise interne sur les produits dérivés, et ne devra pas attendre que cette expertise soit apportée par le vendeur du produit. Un tel système devra également surveiller les positions à risque pour être sûr qu'aucune spéculation indésirable ne se produise. Et les systèmes de rémunérations pour les employés ne doivent pas récompenser les bénéficiaires spéculatifs alors que l'objectif est l'assurance du risque.

Un modèle de trésorerie de l'entreprise dans sa totalité, établissant une relation entre d'une part la trésorerie et d'autre part les prix du marché et les taux d'intérêt est un ingrédient clé de la gestion optimale du risque. Combiné à des scénarios d'évolution des prix, ou à une modélisation statistique des risques de variations de prix (tel que RiskMetrics), le modèle économique peut déterminer un «Profit at Risk», l'équivalent en termes de trésorerie de la «Value at Risk». La couverture peut alors être conçue pour ramener les risques aux niveaux adéquats pour éviter les difficultés financières.

VI - Conclusions

- 1) Les nouveaux instruments financiers donnent aux entreprises la possibilité de gérer les risques. Leurs coûts de transaction faibles et leur fort effet de levier en font un outil puissant, mais augmentent également la possibilité d'en abuser.
- 2) La gestion du risque ne doit pas chercher à éliminer tous les risques, mais uniquement ceux pour lesquels l'entreprise n'a ni expertise particulière ni moyen de contrôle. Inversement, les positions actives ou spéculatives ne devraient être prises que si l'entreprise a fait preuve de son expertise.
- 3) La gestion du risque produit de la valeur ajoutée en aidant à éviter la détresse financière. Cela demande une vision globale de la trésorerie et des bénéficiaires de l'entreprise, et non seulement des risques du marché individuel en lui-même.
- 4) Les bénéficiaires de la gestion du risque ne sont pas simplement de réduire le risque, mais peuvent permettre une plus grande efficacité des investissements, du levier financier et de la gestion de la fiscalité.
- 5) Négliger de prendre en compte les conséquences comptables et de trésorerie des produits dérivés peut conduire à de grandes difficultés, même si l'assurance est fondée sur le plan économique.
- 6) La fonction de gestion du risque doit se situer à un niveau de décision élevé dans l'entreprise, et ne peut pas être exercée de façon efficace au niveau d'une division ou d'un marché.