

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés à terme sont-ils encore intègres face aux excès de la spéculation ?



Hubert de Vauplane

Directeur juridique
Calyon *
Université Paris II
Panthéon-Assas



Delphine Mariot-Thoreau

Responsable juridique
nouveaux produits
Calyon *

Chargé d'enseignement
Université de
Paris I Sorbonne

* Les opinions exprimées
n'engagent que leurs auteurs
et non la société Calyon.

Pour inventer un nouveau modèle d'économie de marché, le principe d'intégrité figure en bonne place de ces valeurs à (re)découvrir : elle doit devenir le référent de ce qui constitue l'intérêt du client. Les opérations de dérivés sur denrées alimentaires de base en sont un exemple emblématique, plus encore que la titrisation, les subprimes et les dérivés de crédit.

A lors que l'économie financière s'effondre et que les politiques, à son chevet, tentent de la sauver pour éviter une profonde récession mondiale, l'heure est moins au constat qu'aux pistes de réflexions pour l'invention d'un nouveau modèle d'économie de marché. Qu'on en juge : depuis janvier 2008, plus de 8 000 milliards de dollars ont été perdus à Wall Street, et selon les dernières estimations d'octobre 2008 du FMI, les pertes potentielles liées à l'immobilier américain s'élèvent à 1 400 milliards de dollars, ce qui conduit l'organisme international à prévoir des besoins de recapitalisation des banques de plus de 675 milliards de dollars. Tous ces chiffres donnent le vertige, et lorsque viendra le temps de payer la facture, tout à chacun en subira les conséquences directes.

COMMENT ÉVITER QU'UNE TELLE SITUATION SE REPRODUISE ?

La question n'est plus aujourd'hui "Comment en est-on arrivé là ?", mais "Comment éviter qu'une telle situation se reproduise ?", l'*Homo financierus*, quelles que soient les époques, étant doué d'une amnésie profonde lorsqu'il s'agit de krachs boursiers. De nombreuses voix s'élèvent déjà pour condamner l'économie de marché dans son ensemble, prétextant que la crise financière constitue l'illustration de la perversion du système. Nombreux seront ceux aussi qui, sans aller jusqu'à une telle condamnation de ce modèle économique pour des raisons politiques, demanderont d'introduire de la morale dans les marchés financiers. Or, dans tous les cas, ces réponses ne sont ni adéquates ni pertinentes. Le modèle d'une économie de marché

est le seul qui puisse satisfaire à une croissance mondiale de l'économie ; quant à la morale, elle n'a rien à voir avec les marchés financiers, ceux-ci étant, par essence, amoraux.

REDÉCOUVRIR LE PRINCIPE D'INTÉGRITÉ

Une piste parmi d'autres, comme une meilleure régulation de certaines activités, consiste à prôner le retour à des normes relationnelles universelles, comme l'équilibre dans les relations contractuelles et l'équité. Pour les marchés financiers, le principe d'intégrité figure en bonne place de ces valeurs à (re)découvrir. S'il s'agit, au départ, d'un principe de nature morale, c'est dans son sens étendu qu'il convient désormais de l'entendre. Dans son sens étymologique, l'intégrité, c'est la probité dans la conduite, le caractère irréprochable d'un acte ou d'un individu, et ce par rapport à un sys-

REPÈRES

Du bon usage de la spéculation

■ Sans parler d'économie « casino » [1], il est bon de rappeler que la spéculation en elle-même est nécessaire au bon fonctionnement du marché, car sans espérance de profit qui investirait ? Par contre, ses excès sont préjudiciables et sont une atteinte au respect des règles de formation des

prix et des cours. Il ne faut jamais oublier non plus que les opérations sur produits dérivés ont été conçues à l'origine avant tout comme des techniques de gestion de risque, c'est-à-dire de couverture pour les agriculteurs, les producteurs de divers biens, puis les détenteurs d'actifs financiers, et que, c'est en devenant des instruments de pure spéculation, que le marché a commencé à changer et s'est transformé non pas en une « économie de casino », mais en « machine à cash » pour certains de ces acteurs, délaissant les buts originels de tout marché, à savoir favoriser la rencontre de l'offre et la demande pour une maximisation des besoins de chacun des acteurs, répondant ainsi à une logique économique, et non pas purement financière. Cette transformation s'est opérée lorsque le volume des transactions, mais surtout des « positions ouvertes » sur contrats à terme et d'options ont été principalement le fait de « spéculateurs », c'est-à-dire de personnes qui interviennent sur le marché sans besoin de couverture sur ces actifs.

tion, que le marché a commencé à changer et s'est transformé non pas en une « économie de casino », mais en « machine à cash » pour certains de ces acteurs, délaissant les buts originels de tout marché, à savoir favoriser la rencontre de l'offre et la demande pour une maximisation des besoins de chacun des acteurs, répondant ainsi à une logique économique, et non pas purement financière. Cette transformation s'est opérée lorsque le volume des transactions, mais surtout des « positions ouvertes » sur contrats à terme et d'options ont été principalement le fait de « spéculateurs », c'est-à-dire de personnes qui interviennent sur le marché sans besoin de couverture sur ces actifs.

tion, que le marché a commencé à changer et s'est transformé non pas en une « économie de casino », mais en « machine à cash » pour certains de ces acteurs, délaissant les buts originels de tout marché, à savoir favoriser la rencontre de l'offre et la demande pour une maximisation des besoins de chacun des acteurs, répondant ainsi à une logique économique, et non pas purement financière. Cette transformation s'est opérée lorsque le volume des transactions, mais surtout des « positions ouvertes » sur contrats à terme et d'options ont été principalement le fait de « spéculateurs », c'est-à-dire de personnes qui interviennent sur le marché sans besoin de couverture sur ces actifs.

[1] J.M Keynes

tème normatif.

En plus de cette dimension philosophique, l'intégrité constitue aussi une norme juridique concrète et positive – il est présent en tête des considérants de la directive européenne Abus de marché et est cité à plusieurs reprises tant dans le Code monétaire et financier que dans le RG AMF. Qu'est ce donc que l'intégrité en matière de marché financier ? Du point de vue juridique strict, l'intégrité du marché, c'est une règle qui, selon le Conseil d'État « a pour but d'assurer que, d'une manière générale, le comportement de ceux qui sont habilités à y intervenir ne porte atteinte ni à la sécurité de la place ni à sa réputation et qu'elle interdit dès lors que sont réalisées des opérations qui seraient anormales ou frauduleuses en raison notamment de leur caractère dissimulé ou exagérément risqué » [1]. Si juridique que puisse apparaître cette définition, on y trouve déjà une amorce de réflexion : ce qui est intègre, c'est ce qui n'est pas excessif, ce qui est mesuré, donc « raisonnable » : ainsi, une opération financière « exagérément risquée » pour le client peut être considérée comme ne respectant pas le principe d'intégrité.

« Quant à la morale, elle n'a rien à voir avec les marchés financiers, ceux-ci étant, par essence, amoraux. »

Nous touchons là au cœur du débat théorique : l'intégrité, dans ce sens juridique, ne serait pas tant un principe visant à protéger uniquement le marché que les clients eux-mêmes (où l'on retrouve le débat sur l'objectif des règles de couverture des ordres de bourses). Certes, l'intégrité du marché et l'intérêt du client sont, dans notre cadre normatif (RG AMF et directive MIF) deux principes différents, mais le premier découle du second : il ne saurait y avoir d'intégrité du marché sans un strict respect des intérêts du client.

INTÉGRITÉ ET INTÉRÊT DES CLIENTS

L'intérêt du client ne saurait tout justifier et cette définition juridique nous paraît encore trop étroite et gagnerait à être étendue, surtout lorsque les individus ont perdu le sens des valeurs et le respect des normes. Au-delà du client, il y a l'individu, l'homme dans sa composante universelle, le citoyen du monde. Or, les objectifs financiers du client (une opération particulièrement spéculative qui risque d'affecter le patrimoine de celui-ci, ou même une opération qui ne semble pas justifiée avec les besoins du client) ne sont pas toujours identiques aux intérêts

du citoyen (lequel cherche d'abord à voir satisfaire ses besoins les plus élémentaires, à savoir notamment l'accès aux ressources de base au moindre coût). C'est un renversement de ce cadre normatif qu'il convient d'opérer : l'intégrité doit devenir le référent de ce qui constitue l'intérêt du client ; et non l'inverse. Est intègre ce qui respecte les valeurs humaines universelles (dont on convient que la liste reste sujette à discussion, au-delà de quelques principes). Or, certaines opérations spéculatives ne respectent pas ce nouveau principe d'intégrité.

L'EXEMPLE DES OPÉRATIONS DE DÉRIVÉS SUR DENRÉES ALIMENTAIRES

Prenons l'exemple des opérations de dérivés sur denrées alimentaires de base, plutôt que de s'appesantir une nouvelle fois sur les méfaits de la titrisation, des subprimes, voire les ARM [2], et les dérivés de crédit. Revenons à l'essentiel de ce qui est le plus vital pour l'homme : l'accès aux sources d'énergie et la suffisance alimentaire. On a déjà souligné à de nombreuses reprises que les marchés financiers, et plus encore ceux des produits dérivés, peuvent être décorrélés de la réalité financière et économique lorsque se forme une bulle spéculative (ainsi, l'économie dite « réelle » ne représente que 2.2 % du total des échanges financiers mondiaux, et il se traite chaque année plus de 1 406 900 milliards de dollars sur les dérivés [3]) ; mais les conséquences de ces bulles sont-elles les mêmes quand elles touchent directement les ressources de la planète ? Peut-on comparer des transactions sur actifs financiers et sur denrées alimentaires de base ? Certes, toutes deux constituent une classe d'actifs sur laquelle il est loisible pour un gérant d'allouer un pourcentage

[1] C.E, 13 juillet 2006, Stéphane A, Banque & Droit, n° 109, chronique financière et boursière p. 52.

[2] Adjustable rate mortgage.
[3] Le Monde 5/09/2008.

de son portefeuille. Mais ces actifs sont-ils de nature comparable? Dit autrement, certains actifs ne sont-ils pas plus "vitaux" pour la planète que d'autres? Il ne s'agit pas ici de rentrer dans le débat juridique classique des "choses hors du commerce" ou des "choses communes", mais de s'interroger sur le bien fondé de certaines opérations de produits dérivés sur ces biens. L'urgence quant à la lutte contre la faim n'est-elle pas une priorité essentielle qui conduit à limiter les opérations sur denrées? L'indice international des matières premières alimentaires, mis en place par le FMI, a augmenté de 130 % entre 2002 et 2008 (dont 56 % entre 2007 et 2008), tandis que les transactions sur les dérivés de marchandises étaient multipliés par quatre sur les contrats à terme négociés sur le sur le CBOT entre 2002 et 2006 [4], avec une estimation à 170 milliards de dollars investit par les fonds sur les indices *commodities* (+32 % au premier trimestre 2008). Pour se faire une idée de cette décorrélation entre la production de denrées de base et les marchés de produits dérivés, rappelons que dans une année "normale" les mouvements sur produits dérivés sur le blé négociés sur le marché de Chicago représentent 20 fois la récolte de blé annuelle aux USA, contre 80 entre 2007 et 2008.

DES EFFETS DIRECTS SUR DES MILLIONS DE PERSONNES

Ces opérations sur produits dérivés accélèrent-elles la spéculation, et partant, créent-elles ou, tout du moins, accentuent-elles la rareté de ces denrées? Les prix sur les denrées de base ne reflétant plus les besoins alimentaires, il se crée un déséquilibre entre l'offre et la demande du fait notamment de l'investissement massif par les fonds (pas toujours des *hedgéfunds*), suite aux allocations

“Les conséquences des bulles spéculatives sont-elles les mêmes quand elles touchent directement les ressources de la planète? Peut-on comparer des transactions sur actifs financiers et sur denrées alimentaires de base?”

d'actifs vers des secteurs considérés comme offrant des perspectives plus "rentables". Il peut en résulter la création d'une véritable bulle financière, comme celle que l'on a vue pendant l'été 2008, mais qui contrairement aux bulles sur actifs financiers, ne se "contente" pas d'affecter financièrement les populations dans la mesure où elle produit des effets directs sur la santé et la vie de millions de personnes dans le monde. Cette bulle a éclaté aussi vite qu'elle a grandi. Les excès à la hausse des prix des denrées de base ont été suivis par une chute brutale de ces mêmes prix. Ainsi, alors qu'en avril 2008 l'indice Standard & Poors Commodity (agriculture, énergie et métaux) était à 670, ce même indice a grimpé jusqu'à plus de 850 au cours de l'été pour se trouver au début octobre 2008 à 550. Le cours du blé à Chicago est passé quant à lui de près de 900 dollars le boisseau à plus de 1 300 pendant l'été pour redescendre à près de 600 dollars le boisseau début octobre. Tous ces mouvements ne peuvent s'expliquer uniquement par les besoins de l'offre et la demande "réelle". Les conséquences de ces variations sur des populations qui ne peuvent s'en prémunir sont trop cruciales pour laisser faire de tels mouvements sans considérer qu'il y a là un problème d'intégrité, au sens où nous l'avons précédemment défini.

[4] World Bank, juillet 2008.

La flexibilité au bout des doigts !

Créer de nouveaux produits, ou de nouveaux tarifs, personnaliser le suivi client, modifier les caractéristiques d'un crédit en place sont quelques exemples de la flexibilité offerte en temps réel aux utilisateurs de nos solutions bancaires et financières.

sab 
www.sab-tm.com

Contactez-nous
pour changer votre
quotidien !

L'INTERVENTION DES RÉGULATEURS

L'ONU rappelle que les réserves alimentaires sont au plus bas depuis 30 ans et que les marchés des produits de base sont extrêmement volatiles et sujets à des pics soudains et à l'emprise de la spéculation. Situation qui s'est aggravée avec la chute du dollar, monnaie dans laquelle sont échangés ces produits. On parle de "tsunami silencieux" et certains déplorent l'absence d'éthique des financiers qui n'ont que faire des conséquences de l'évolution des prix des actifs sur lesquels ils interviennent, dès lors que le mouvement (de hausse ou de baisse) leur permet d'engranger de confortables plus-values, alors que dans le même temps les conséquences de cette bulle financière sur l'économie réelle se font sentir sur les besoins alimentaires des populations les plus défavorisées.

Ainsi fin janvier 2008, le président Karzal lançait un appel de 77 millions de dollars (à comparer aux centaines de milliards alloués au sauvetage des banques) afin de pouvoir nourrir les 2,5 millions de personnes supplémentaires souffrants de la faim à cause de la hausse des prix des produits alimentaires. De son côté, le secrétaire général de la CNUCED s'indignait cet été, déclarant que "si la spéculation a bel et bien joué un rôle de premier plan dans l'envolée actuelle des prix, cela appelle une réaction vigoureuse et collective. Il est tout simplement inacceptable de laisser la cupidité et la spéculation provoquer des famines massives". Certes, il faut rappeler que l'impact réel de cette spéculation est difficilement quantifiable et que d'autres facteurs ont aussi perturbé ces marchés, tels que les augmentations de coût de production liées à la hausse du dollar, les demandes en hausse sur les matières premières du fait de la croissance et des nouvelles habitudes alimentaires des classes moyennes indiennes et chinoises, la diminution de l'offre suite au repo-

“L'ONU rappelle que les réserves alimentaires sont au plus bas depuis 30 ans et que les marchés des produits de base sont extrêmement volatiles et sujets à des pics soudains et à l'emprise de la spéculation.”

sitionnement de nombreux agriculteurs sur les agrocarburants (autrefois appelés biocarburants) – que l'on peut considérer comme une mauvaise réponse à une vraie question car une des conséquences en est l'accélération de la déforestation et une consommation importante d'énergie pour leur production.

En effet, si les excès spéculatifs n'avaient pas joué sur les flambées des prix, pourquoi l'Inde aurait-elle interdit le trading sur dérivés de matières agricoles? Pourquoi le Japon et la Chine auraient-ils pris des mesures restrictives? Pourquoi les USA auraient-ils adopté une loi en septembre 2008 pour limiter les positions des spéculateurs sur matières premières agricoles et énergétiques avec des obligations, de reporting, de transparence, de limites de positions? Pourquoi la plupart des régulateurs se seraient mis d'accord pour limiter, voire interdire les ventes à découvert?

LES SOLUTIONS ENVISAGEABLES

Ces réactions des régulateurs – tardives – n'ont pas empêché le développement d'une "industrie financière de la faim" où l'on a vu certaines banques proposer à leur clientèle des produits dérivés sur *comodities*, ou en général des instruments hautement sophistiqués engendrant des effets de levier considérables sur des actifs alimentaires. Que penser, par exemple, des warrants et autres fonds investis uniquement sur des denrées de bases et dont la promotion était assurée par les rendements qu'offrait le placement dans ce type d'actifs, sans considération pour les effets prix sur les actifs sous-jacents que pouvait entraîner cet afflux de capitaux vers ces biens? À l'heure où l'autosuffisance alimentaire de la planète n'est pas assurée, est-il "raisonnable", de proposer de tels produits? Ne peut-on pas y voir une atteinte au principe d'intégrité? Plusieurs solutions sont envisageables

pour permettre une meilleure intégrité des marchés de produits dérivés sur denrées comme sur toute autre classe d'actifs : d'abord, augmenter la transparence sur les marchés pour réduire les opportunités pour les manipulations de marchés ; interdire ou restreindre les volumes de transactions pour les investisseurs en *index-funds* ; limiter, voire même interdire, la possibilité accordée aux fonds d'investir dans certains produits, comme ceux sur marchandises ; limiter, voire interdire, soit pour certains types d'intervenants, soit même pour tous les opérateurs, d'effectuer des opérations sur marchés à terme sans livraison physique du sous-jacents lorsqu'il s'agit de certains produits (tels que les marchandises et denrées) ; augmenter les dépôts et appels de marge sur les instruments "stratégiques" (pétrole, gaz) ou considérés comme "vitaux" pour l'humanité (denrées alimentaires) ; simplifier les produits offerts à la clientèle pour éviter que la gestion de produits dérivés complexes ne devienne l'affaire de quelques spécialistes financiers qui, par essence, seront encore plus difficilement vérifiables compréhensibles... En un mot remettre l'homme au centre des préoccupations de la finance.

UNE RESPONSABILITÉ COLLECTIVE

Beaucoup de mesures proposées sont envisageables si les pouvoirs publics et les acteurs du monde financier veulent s'en donner les moyens ; mais, au final, il s'agit avant tout d'une responsabilité collective pour s'engager vers un marché financier plus "humain", avec une vision à long terme et des investissements plus responsables et plus en adéquation avec les besoins de l'économie. Voilà en quoi pourrait consister une plus grande intégrité des marchés financiers dans leur ensemble. Faisons un rêve... ■