

Les cahiers des EDC

**QU'EST-CE QU'UN BON
MARCHÉ FINANCIER
ET COMMENT LE RÉALISER ?**



Les Entrepreneurs et Dirigeants Chrétiens

« L'Église a toujours estimé que l'agir économique ne doit pas être considéré comme antisocial. Le marché n'est pas de soi, et ne doit donc pas devenir le lieu de la domination du fort sur le faible. La société ne doit pas se protéger du marché, comme si le développement de ce dernier comportait ipso facto l'extinction des relations authentiquement humaines. Il est certainement vrai que le marché peut être orienté de façon négative, non parce que c'est là sa nature, mais parce qu'une certaine idéologie peut l'orienter en ce sens. Il ne faut pas oublier que le marché n'existe pas à l'état pur. Il tire sa forme des configurations culturelles qui le caractérisent et l'orientent. En effet, l'économie et la finance, en tant qu'instruments, peuvent être mal utilisées quand celui qui les gère n'a comme point de référence que des intérêts égoïstes. Ainsi peut-on arriver à transformer des instruments bons en eux mêmes en instruments nuisibles. Mais c'est la raison obscurcie de l'homme qui produit ces conséquences, non l'instrument lui-même. C'est pourquoi ce n'est pas l'instrument qui doit être mis en cause mais l'homme, sa conscience morale et sa responsabilité personnelle et sociale.

La doctrine sociale de l'Église estime que des relations authentiquement humaines, d'amitié et de socialité, de solidarité et de réciprocité, peuvent également être vécues même au sein de l'activité économique et pas seulement en dehors d'elle ou « après » elle. La sphère économique n'est, par nature, ni éthiquement neutre ni inhumaine et antisociale. Elle appartient à l'activité de l'homme et, justement parce qu'humaine, elle doit être structurée et organisée institutionnellement de façon éthique. »

Benoît XVI *Caritas in Veritate* N° 36

La crise financière a suscité de nombreuses critiques sur les marchés dont certaines sont fondées, mais qui conduisent parfois à la conclusion excessive que le marché lui-même doit être condamné. Se pose dès lors la question de la légitimité du marché, lieu d'échange par excellence, et des conditions auxquelles il doit satisfaire pour être un « bon » système de gestion de l'économie et de la finance.

Les considérations qui suivent proposent une référence morale, dont la réalisation dépend naturellement des possibilités concrètes de la situation, et notamment, s'il s'agit du fonctionnement collectif du marché, du degré de consensus qui peut être atteint. C'est un objectif vers lequel il convient de tendre, dans la mesure des possibilités.

Le marché des titres

Considérations préalables

Un marché financier est un lieu d'échange public de financements entre investisseurs et entrepreneurs ou emprunteurs, matérialisés par des titres négociables. On peut distinguer trois grandes catégories de marchés financiers¹ :

- dette, y compris emprunts d'État, aussi appelés marchés de taux ;
- actions ;
- change.

Avec pour chaque marché, un marché physique ou comptant (en réalité les titres sont dématérialisés) et un marché de produits dérivés (marchés à terme, fermes ou optionnels).

Cet échange est en principe possible à tout moment de la vie du titre, et sur une base régulière. Il se distingue donc fondamentalement des formes de financement direct, qui ne

¹ - Les mêmes principes s'appliquent pour l'essentiel aux marchés de matières premières ou aux dérivés correspondants, marchés qui présentent cependant des spécificités additionnelles importantes.

prennent pas la forme de titres négociables - qu'il s'agisse de l'activité bancaire classique (lorsqu'elle n'est pas titrisée, opération consistant à transformer en titres négociables des ensembles de prêts classiques) ou de l'investissement en actions non cotées. Il peut prendre la forme d'un marché organisé ou d'un marché de gré à gré.

L'avantage du marché est triple : liquidité, transfert de risques, information des acteurs.

- Il constitue une alternative aux financements bancaires en offrant aux émetteurs et aux emprunteurs un accès direct aux investisseurs et ce sur un périmètre géographique mondial et un horizon de temps large (du court terme au long terme).
- Il permet à l'investisseur de choisir directement son placement (en assumant le risque correspondant), d'avoir normalement la possibilité, quand il le souhaite, de vendre le titre détenu (liquidité) et par là soit de retrouver des espèces, soit de l'arbitrer contre un autre placement qu'il juge préférable. Par contraste, lorsque l'investissement ne prend pas la forme de titre coté sur un marché (raisonnablement liquide), l'investisseur court le risque d'une très longue immobilisation dont il peut avoir de grandes difficultés à sortir (exemple des placements en actions non cotées).

La fréquence des transactions² permet la découverte d'un prix d'échange amenant l'investisseur ainsi que l'entreprise ou l'emprunteur à connaître la manière dont le marché évalue le titre considéré, soit par rapport à ses performances futures, soit par rapport aux autres possibilités d'investissement. Cela constitue donc une confrontation publique des projets en présence qui permet d'optimiser l'affectation du capital - ressource rare - aux projets les plus rentables.

Au plan éthique, le marché est enfin un instrument idéal de réconciliation entre l'exercice de la liberté et celui de la responsabilité : les acteurs du marché font le libre choix de

² - C'est à la fréquence des transactions, aux volumes échangés, et au faible écart entre prix de vente et prix d'achat que l'on mesure la liquidité d'un marché.

leurs opérations d'achat, de vente, d'arbitrage, de couverture, etc. Ils doivent également supporter les conséquences de leurs choix, gain ou perte, sachant qu'il existe en principe une relation directe entre le degré de risque et le degré de rémunération.

Liberté et responsabilité s'exercent bien sur dans le cadre des règles de marché et des obligations qui pèsent sur les intervenants (cf infra).

Ses **inconvenients** sont d'abord l'absence de relation bilatérale entre investisseur et entrepreneur, notamment en termes de partenariat, pouvant conduire à des relations dépersonnalisées ; et conséquemment la possibilité que prédominent des considérations à court terme et/ou fondées essentiellement sur des critères financiers.

Outre ces inconvenients, le marché présente des **risques** qui sont de trois ordres.

D'abord une possible amplification des mouvements de prix et de volume, provoquée par les « esprits animaux » et nuisant aux fonctions du marché et notamment conduisant à des niveaux de prix décalés de la réalité et collectivement nuisibles (bulles spéculatives, excès de transactions inutiles ou trompeuses, ou au contraire arrêt des transactions et assèchement de la liquidité).

Ensuite, l'adossement entre les produits offerts et les besoins peut être imparfait (par exemple, dans le cas des PME cotées, les coûts d'intermédiation peuvent finir par être élevés et la liquidité insuffisante).

Enfin, le développement désordonné de produits dérivés que le marché ne sait pas traiter efficacement en raison de leur extrême complexité ou de l'insuffisante liquidité des titres sous-jacents (ce fut le cas des produits toxiques révélés en 2007 et c'est, à bien des points de vue, le cas des CDS).

Le cumul des effets précédents peut en outre conduire à des effets en chaîne éventuellement systémiques³.

3 - Créant une crise grave de tout le système financier et par là de l'économie.

Les avantages du marché sont toutefois tels qu'il attire une masse de capitaux incomparablement supérieure à ce que donne toute autre méthode⁴, tout en conférant aux investisseurs une division des risques et une liberté très supérieure. Il en résulte que, malgré ses inconvenients et limites, il constitue un outil irremplaçable, que ce soit au niveau international ou national. Parallèlement, ses faiblesses et ses risques sont tels qu'il nécessite un considérable effort de canalisation et de régulation⁵. Notre objectif ici sera de poser les principes gouvernant un tel effort.

Les principes d'un marché sain

Les principes régissant le marché

Ils découlent dans une large mesure de la nature même du marché et de sa fonction.

Un marché sain est un marché transparent et accessible.

Si la confrontation des ordres doit être effectuée largement et si elle doit fonctionner pour l'ensemble de la société, chacun doit disposer de l'information maximale sur les valeurs à négocier, sur l'état du marché, et avoir la possibilité d'y participer le plus largement possible sur une base comparable.

Le meilleur moyen pour ce faire est la centralisation des ordres sur une plate-forme unique, complétée par une information étendue sur la nature de l'offre et de la demande avant transaction (carnet d'ordre) et sur les transactions réalisées.

4 - Comme en témoignent les volumes investis et les capitalisations boursières. Cela n'implique cependant ni que ces capitaux sont utilisés de façon optimale par ceux qui y ont recours ; ni que l'apport est régulier. De fait, le marché des actions par exemple a du mal à lever des capitaux en période baissière.

5 - Il faudrait évoquer également les problèmes considérables de gestion monétaire par les banques centrales que pose le développement des marchés, mais cela dépasse notre propos.

Un marché de gré à gré⁶, sauf à être de taille et de rôle minimale, ne doit exister que s'il est justifié ; il doit présenter des caractéristiques analogues au précédent et être limité à une catégorie limitée d'acteurs professionnels. Sa sécurité doit être renforcée par la compensation centralisée des transactions réalisées.

Un marché sain est un marché raisonnablement liquide.

Si un marché ne présente pas la liquidité voulue et qu'elle ne peut être améliorée par des dispositifs divers (teneur de marché notamment), la valeur ne doit pas être traitée comme une valeur cotée. Les organismes financiers doivent traiter les participations correspondantes comme des immobilisations, notamment en termes prudentiels⁷.

Un marché sain est un marché de confrontation des opinions avec une capacité d'accès par l'ensemble des acteurs concernés.

Le rôle des arbitragistes, intermédiaires de marché, animateurs de marché (*market makers*) doit être limité aux seuls professionnels de marché (intervenant sur leurs fonds propres) dans l'univers encadré existant ; cette fonction peut être nécessaire au bon fonctionnement du marché, notamment pour corriger des anomalies de prix ou pour assurer la liquidité, mais elle ne saurait constituer un objectif en soi : elle doit être subordonnée à ce service apporté au marché. Ces opérateurs doivent être régulés et contrôlés, notamment dans cette perspective.

En particulier le *trading* haute fréquence, qui repose par construction sur l'interaction des participants, pour l'essentiel en l'absence de toute information réelle, doit être prohibé ; notamment par l'imposition d'un temps minimal entre transactions successives et l'interdiction des placements d'ordres fictifs destinés à tromper le marché et aussitôt annulés pour la plupart.

6 - Marché au téléphone en direct entre intervenants, éventuellement par l'intermédiaire de courtiers.

7 - Prudentiel : règles applicables aux entreprises financières, banques, assurances etc. et portant notamment sur leur niveau minimal de fonds propres afin de couvrir les risques éventuels.

Plus largement, les transactions inutiles, les allers et retours n'apportant pas d'information ou même induisant le marché en erreur, sont à décourager.

Un ordre passé sur un marché financier doit être motivé, fondé sur une analyse réelle de la valeur considérée, et répondre à un objectif justifiable.

C'est l'évaluation individuelle des entreprises qui, en ce qui concerne les actions, doit être privilégiée et orientée autant que possible sur l'appréciation réelle et intrinsèque du titre concerné et donc de l'entreprise⁸. La gestion indicielle ne répond pas à cette exigence, ainsi que toutes les formes collectives de pari sur un secteur ou sur la cote dans son ensemble (*trackers, ETFs etc.*). En même temps, la gestion indicielle permet d'investir sur des secteurs ou sur des économies sans être tenue d'analyser en détail les entreprises présentes dans les indices. Elle devrait donc ne représenter au plus qu'une partie limitée du marché, et être plutôt découragée si son rôle devient excessif ; en effet, dans ce cas, l'essentiel des flux du marché ne se composerait plus que de suiveurs, à la remorque d'investisseurs actifs devenus alors rares, à dominante spéculative et non représentatifs d'un marché orienté vers la valorisation réelle des actifs (*hedge funds etc.*). La même remarque vaut d'ailleurs aussi pour un usage excessif des indices de référence (*benchmarks*) qui ont un effet analogue. On soulignera d'ailleurs que la valeur ajoutée d'un gestionnaire d'actifs réside dans la production de performance décorrélée des indices de marché (en rendement ou en plus-values) davantage que dans l'investissement indiciel.

Les mouvements collectifs d'un marché sain doivent être régulés.

En cas de mouvement collectif rapide, l'autorité en charge de la surveillance des marchés doit être à même d'interrompre les transactions pour permettre aux acteurs de réfléchir et de retourner au calme. Des mécanismes ad hoc sont prévus à

8 - En tenant compte du rôle spécifique des intermédiaires de marché tel que précisé ci-dessus.

cet effet sur les marchés organisés : appels de marge en cours de journée avec suspension des cotations ; ce processus n'existe pas sur les marchés de gré à gré. Il constitue l'un des critères importants qui motivent notre recommandation pour encourager la généralisation de marchés organisés.

Un marché sain ne propose que des produits simples, transparents et lisibles.

Un produit complexe, souvent constitué de briques élémentaires est proposé par un spécialiste dans un objectif précis ou en réponse à un besoin spécifique. Il est par nature peu liquide et n'entre donc pas dans le périmètre des actifs dont le prix peut être connu à tout instant et peut faire l'objet d'une transaction quasi-immédiate.

Un marché sain devrait être un bon révélateur de la valeur des titres ; cela permet de l'utiliser en comptabilité d'entreprise, étant entendu que la comptabilité doit refléter les véritables perspectives des investisseurs.

Le marché donne la possibilité de valoriser un actif en permanence sur la base des transactions du moment. Mais cela ne préjuge pas forcément de sa méthode de comptabilisation. Celle-ci s'analyse au regard des objectifs recherchés par l'investisseur et des informations que le gérant des fonds a à transmettre à ceux qui lui ont confié ces fonds pour les gérer.

La valorisation comptable au prix du marché donne en permanence la valeur de vente possible des actifs dans des conditions de marché normales ; elle a l'avantage d'être objective, mais elle peut fluctuer de façon importante et sans relation avec l'objectif de gestion recherché, surtout si celui-ci est à très long terme.

Elle suppose que le marché de référence de l'actif valorisé soit liquide, profond et pérenne. À défaut, ou en cas de modification de la structure du marché, la valorisation au prix du marché ne saurait être retenue comme un indicateur pertinent.

Le prix de valorisation pourrait être modulé d'une provision de prudence ou bien être calculé sur une base différente si la perspective d'investissement le justifie et sous réserve d'un contrôle approprié : coût historique par exemple. En particulier, la valorisation retenue doit prendre en compte l'intention qui prévaut à un investissement. Il n'y a aucune raison a priori de marquer systématiquement au marché des investissements réalisés dans une perspective longue (investisseurs institutionnels). Ces derniers peuvent avoir légitimement à utiliser une autre méthode : valeur d'acquisition corrigée (coût historique moins provisions éventuelles), ou lissage des valeurs boursières sur une durée assez longue. La question ne se pose cependant pas de la même manière pour des produits de taux et pour les actions. Dans le cas des produits de taux, on fait la distinction entre valeurs détenues jusqu'au terme et valeurs négociables ; pour les premières, la notion de coût historique corrigé a un sens indiscutable et peut être utilisée. Dans le cas des actions, la référence au marché a plus de sens ; mais si elles sont détenues sur perspective longue, sans doute faut-il au minimum la lisser sur le moyen terme (par des moyennes). Ceci dit, la question relève plus de la comptabilité et de l'information financière que de l'organisation du marché, qui donne l'information qu'il produit et ne préjuge pas de son utilisation.

Le marquage au marché est par contre justifié pour les instruments enregistrés dans les livres des intermédiaires dans leur portefeuille de transaction, ainsi que pour la plupart des supports de gestion collective constamment valorisée pour permettre la négociation des parts de fonds mutuels ou SICAV offrant ainsi une liquidité appréciable aux investisseurs. Encore faut-il que les sous-jacents dans lesquels sont investis les fonds offrent une liquidité cohérente avec la liquidité exigée par la publication d'une valeur liquidative quotidienne.

Les principes éthiques régissant les acteurs

Un investissement responsable est un investissement basé sur le modèle du partenariat pour une durée moyen à long terme.

Une valeur mobilière comme une action a pour objet la fourniture de moyens à une entreprise sur la durée. Celui qui investit doit donc s'inscrire dans ce cadre. En outre, tant pour assurer la qualité de l'investissement que pour créer un rapport de fidélité propice à l'entreprise, la création d'une relation dans un esprit de partenariat ou apparentée est en soi désirable. Si la liquidité est une dimension essentielle des marchés cotés, elle ne doit donc pas entraîner une infidélité de principe. La notion de partenariat suppose que l'investisseur ou celui qui gère ses fonds connaisse l'entreprise où il investit. Cela doit se traduire au minimum par une participation active aux assemblées générales et, par là, à la gouvernance de l'entreprise.

Un investisseur doit, dès lors, normalement s'engager au départ sur un horizon de durée minimale et idéalement de façon nominative. S'il doit se dégager plus vite que ce délai, ce doit être pour un bon motif. Les profils de gestion que les gestionnaires doivent respecter doivent intégrer ce souci de la relation longue, sous réserve évidemment du souci de l'épargne ainsi investie.

La fiscalité doit elle aussi prendre en compte ces exigences, en favorisant très nettement l'investissement en actions maintenu sur la durée.

Les intermédiaires doivent remplir un rôle de facilitateur et respecter des principes spécifiques.

La règle d'une durée de détention minimale ne s'impose pas à eux, mais réciproquement leur activité au titre de facilitateur du marché doit être encadrée de manière à n'intervenir que pour faciliter effectivement le fonctionnement du marché. Il faut distinguer ici le compte propre et le compte de tiers.

Dans un marché sain, les intermédiaires pour compte propre

peuvent avoir une fonction utile d'arbitrage et régulation des flux, dans la mesure où ils concourent à la formation juste des prix et facilitent les transactions. Ils doivent agir loyalement dans l'intérêt du marché et ne pas exposer le marché à leurs défaillances. Ils ne doivent pas exploiter d'information privilégiée ni manipuler les cours. Ils ne doivent pas abuser d'une position dominante et provoquer des situations de blocage (*squeeze et corner*).

Dans un marché sain, les intermédiaires pour compte de tiers (au sens de prestataires de services d'investissement, notamment les courtiers) agissent dans l'intérêt (honnête) de leurs clients. Ils doivent clairement exposer leurs recommandations d'investissement en éclairant le binôme enjeu-risque ; ils ne doivent pas laisser croire à de fausses garanties. Ils ne doivent pas abuser de leur pouvoir ni profiter des informations qu'ils détiennent du fait de leurs clients pour agir contre eux (*churning, front-running...*). S'il appartient aux émetteurs de corriger l'asymétrie d'information entre les investisseurs bien au fait du marché et les autres par une transparence ad hoc, il appartient aux intermédiaires de marché de corriger l'asymétrie du fort au faible et du « lettré » par rapport à « l'illettré ».

Un opérateur n'intervient que pour réaliser une opération justifiée et fondée sur une appréciation de la valeur considérée.

Il est important de poser ce principe éthique, même si la réalisation peut apparaître utopique : les participants à un marché sont supposés concourir à une activité qui comporte une dimension d'intérêt général. Leur rôle sous cet angle est de rechercher ensemble le meilleur prix disponible du moment.

Un opérateur de marché est responsable de ses actes.

Tout opérateur de marché opérant sur des produits à risque ou complexes doit être responsable de son action appréciée sur la durée. Ceci sous-tend que tout intervenant sur le marché soit capable en permanence de justifier son intervention dans toutes ses composantes (*timing, montant...*).

Dans le cas des personnes placées en position dirigeante, notamment chez les intermédiaires, cette responsabilité doit porter sur l'ensemble de leurs biens. Une des critiques actuelles importantes faites quant au système de rémunération des intervenants porte à la fois sur le montant des rémunérations et sur leur asymétrie (pas de bonus négatif).

Les bonus doivent dès lors être étalés systématiquement sur plusieurs années, pour tenir compte du délai de réalisation effective des résultats souvent externalisés à la mise en place de la transaction, mais non assurés sur la durée. Dans la pratique, cet étalement a déjà commencé ; reste à apprécier la pertinence de l'étalement du bonus. Une réflexion complémentaire pourrait être d'encourager le paiement des bonus en titre du groupe dans lequel travaille le collaborateur.

Les effets de levier (utilisation de l'endettement pour améliorer la rentabilité des fonds propres et accroître le volume de prise de risque) doivent être limités, contrôlés et communiqués.

Toute gestion collective pour compte de tiers doit afficher ses objectifs y compris en matière éthique.

Toute gestion collective, y compris celle d'un fonds de pension, doit définir clairement les objectifs donnés à ses gérants et se positionner par rapport aux principes précédents, et plus généralement montrer de façon vérifiable comment, au-delà des perspectives financières, elle s'inscrit dans le financement de l'économie réelle.

Ceci vise notamment plusieurs préoccupations :

- d'abord celle indiquée précédemment sur la relation, dans la durée, avec l'entreprise ;
- ensuite, le souci d'une gestion orientée vers la valorisation réelle et non sur les mouvements aléatoires du marché : une gestion qui vise principalement à exploiter les mouvements aléatoires d'exagération du marché, dans un sens ou un autre, contrevient au rôle du marché et par là au bien commun ;

- en troisième lieu, cela doit conduire aussi à l'envoi des signaux appropriés à l'entreprise pour contribuer à orienter son action dans un sens collectivement bénéfique. On pourrait développer à ce titre deux mouvements parallèles qui se sont développés ces dernières années :

a/ l'investissement socialement responsable (ISR). Une telle préoccupation peut découler directement de l'idée chrétienne que le droit de propriété implique le devoir de se soucier de son utilisation en vue du bien commun. Cette préoccupation de faire de l'ISR potentiellement le mode normal ou généralisé d'investissement implique simultanément une réflexion accrue sur les principes à la base de cet ISR, sans se contenter des consensus faciles qui s'instaurent trop souvent.

b/ une attention plus marquée des actionnaires en termes de politique de vote (ou de leur représentant, comme par exemple les sociétés de gestion au titre des investissements en actions).

Dans la même ligne de pensée, il apparaît nécessaire qu'un effort plus grand de discernement soit effectué, en faveur des investissements le plus collectivement utiles (les actions) et en réduisant ceux d'utilisation plus contestable (la dette publique, quand elle finance pour l'essentiel des dépenses courantes et obère les générations futures), voire en supprimant ceux collectivement nuisibles (fonds de matières premières et a fortiori dérivés purement spéculatifs les prenant pour base).

Les produits dérivés

Considérations préalables

À côté du marché des investissements, l'autre grande activité des marchés financiers, depuis trente ans, est celle des produits dérivés. Là, il ne s'agit plus de financements mais de transfert de risques. Un acteur économique exposé à un risque futur échange une protection contre ce risque, contre paiement d'une somme d'argent (ce qui revient à une forme

d'assurance) ou contre un risque d'un autre type jugé équivalent. On échange ainsi un taux fixe contre un taux variable, une devise contre une autre, une prime contre un risque de défaillance (CDS), une prime contre une possibilité d'achat ou de vente à un prix donné ; ou bien on achète une valeur future, se prémunissant contre le mouvement des cours ou des prix. Présentée ainsi, une telle activité est foncièrement utile.

L'origine des marchés de dérivés remonte à la fin du 19^{ème} siècle avec le développement des marchés à termes de matières premières agricoles à Chicago, permettant aux fermiers américains de vendre par anticipation leurs récoltes de maïs et de blé afin de se prémunir contre des variations brusques des marchés au moment des récoltes. L'objectif initial était donc bien la protection des producteurs en leur permettant de transférer le risque lié aux aléas du climat et de la demande. Ces marchés ont connu une seconde étape avec l'arrivée des produits optionnels dans les années 80 et leur explosion au cours des années 90. Ces produits optionnels offrent une souplesse plus grande que les produits à terme (*futures*) sous la forme d'un mécanisme très similaire à celui des primes d'assurance, mais sur des sous-jacents en principe liquides et négociables.

Mais les marchés de dérivés présentent également des **risques** et des **inconvenients**.

Il y a d'abord ceux de tout marché, déjà évoqués à propos des valeurs mobilières. Parmi ces inconvenients, le principal est de fournir à la spéculation, au mauvais sens du terme, des moyens d'action très économiques et accessibles. Mais nombre de ces inconvenients sont spécifiques aux dérivés. Citons à titre d'illustration :

- La complexité : l'ingénierie financière déborde d'idées pour combiner clauses conditionnelles et sous-jacent physique. C'est ce qu'on appelle la structuration de produits financiers. Cette structuration peut atteindre un degré de complexité rendant son démontage et sa compréhension impossible.

- Le volume traité : déconnectés du volume de produits physiques sous-jacents, les volumes de produits échangés peuvent atteindre un montant totalement disproportionné. Sur les marchés à terme de certaines matières premières, le règlement physique des marchandises représente moins de 5 % du volume total échangé pendant la durée des contrats à terme.

- L'impact sur l'économie non financière et au final le caractère éthique de certaines opérations : comment expliquer par exemple l'achat à nu des CDS⁹ (*credit default swaps*) qui s'apparente de facto à un pari sur le défaut de l'émetteur sous-jacent, pays ou entreprise. Comment mesurer l'impact des options sur actions sur le cours et in fine la valorisation des entreprises sur lesquelles sont écrites ces options ?

Parmi les risques se trouve aussi celui de créer un lien d'adhérence entre acheteur et vendeur, qui n'existe pas pour les valeurs mobilières (trois jours après la transaction, celle-ci est totalement soldée) : un échange (*swap*) sur cinq ans lie sur cinq ans ; la faillite du promettant est alors un danger pour sa contrepartie ; et si de telles relations des opérateurs les uns avec les autres s'accumulent sans qu'il y ait compensation ou *netting*, elles deviennent systématiquement très dangereuses alors même que chacun peut avoir le sentiment d'avoir éliminé ou réduit son exposition au marché.

On peut alors proposer les principes suivants.

Les principes

L'ensemble des principes appliqués aux valeurs mobilières s'applique aux dérivés.

Le risque systémique doit être réduit et autant que possible maîtrisés.

Dans un monde de plus en plus imbriqué et où les crises font systèmes entre elles, le risque systémique atteint une ampleur

9 - Achat d'une couverture sans qu'on détienne l'actif à couvrir

inconnue jusqu'alors, tant le risque de contagion de la crise d'un marché à un autre, d'un pays à un autre, devient probable.

Pour ce qui concerne les marchés, propos de notre document, on peut s'appuyer sur quelques réalisations qui ont tout de même joué leur rôle d'amortisseurs et privilégier les structures suivantes :

- marchés organisés avec dépôt de marge initial et appels de marge largement dimensionnés (qui réduit d'autant l'effet de levier sur ces marchés) ;
- chambres multilatérales de compensation.

Ceci implique une opération qu'on appelle compensation (permettant de réduire le volume des positions et de réunir les garanties nécessaires à la sécurité de leur dénouement - appels de marge), qui doit être menée systématiquement (comme cela a été en principe décidé par le G 20). Les titres et transactions trop peu standardisés qui ne peuvent être compensés doivent recevoir un traitement prudentiel sévère.

Les chambres de compensation doivent être régulées de près, et par la banque centrale compétente.

Les transactions sur marchés organisés et transparents doivent être favorisées.

Il doit y avoir un encadrement strict des opérations de ventes à découvert.

Les opérations à nu (sans sous-jacent à couvrir) doivent être interdites sauf facilitation de marché.

Une opération à nu, par construction, ne vise pas à couvrir un risque, comme c'est le rôle normal de l'instrument, mais à prendre une position spéculative. Les exceptions ne peuvent concerner que des facilitateurs de marché dûment enregistrés et contrôlés comme tels (mais pas nécessairement les seules banques ou les courtiers).

En conclusion, on ne saurait trop rappeler que le fondement d'un bon marché est la confiance, condition préalable à tout échange comme le mentionne si bien l'encyclique *Caritas in Veritate* au paragraphe 35 :

« Lorsqu'il est fondé sur une confiance réciproque et générale, le marché est l'institution économique qui permet aux personnes de se rencontrer, en tant qu'agents économiques, utilisant le contrat pour régler leurs relations et échangeant des biens et des services fongibles entre eux pour satisfaire leurs besoins et leurs désirs. »

Aujourd'hui, c'est cette confiance qui fait défaut, et la perte de confiance est une perte grave pour l'ensemble du tissu social. Contribuer à la reconstruire suppose des bases de vie collective reconnues bonnes : nous avons voulu contribuer à les expliciter.

**Commission Éthique financière des Entrepreneurs
et Dirigeants Chrétiens
(coordination Pierre de Lauzun)
Septembre 2012**