

# GESTION INTÉGRÉE DES RISQUES DANS LES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES : L'IMPACT DES RÉGLEMENTATIONS INTERNATIONALES

André Rolland

Volume 68, Number 3, 2000

SYMPOSIUM SUR LA GESTION INTÉGRÉE DES RISQUES  
INTEGRATED RISK MANAGEMENT SYMPOSIUM

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1105328ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1105328ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0004-6027 (print)

2817-3465 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Rolland, A. (2000). GESTION INTÉGRÉE DES RISQUES DANS LES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES : L'IMPACT DES RÉGLEMENTATIONS INTERNATIONALES. *Assurances*, 68(3), 333–353. <https://doi.org/10.7202/1105328ar>

Article abstract

Regulatory pressures combine with the needs for tighter control of, and better information on risks to induce corporate entities into managing their various risks in a more integrated way. In that context, the corporate Treasurer becomes a global risk manager. International regulations applying to corporate risk management are fewer and less stringent than those applying to the banking sector. But they get increasingly closer. Moreover, some banking regulations have indirectly an impact on non financial corporations. Currently, new accounting regulations -namely, the U.S. FAS 133 and the international IAS 39- are major turning points for the way non financial corporations manage their integrated risks, including those on commodities and energy.

# **GESTION INTÉGRÉE DES RISQUES DANS LES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES : L'IMPACT DES RÉGLEMENTATIONS INTERNATIONALES**

**par André Rolland**

## **RÉSUMÉ**

Des pressions réglementaires et des besoins croissants de contrôle et d'information se conjuguent pour pousser les entreprises non financières (ENF) à gérer leurs différentes sources de risques de manière plus intégrée. La mission principale du Trésorier devient dans ce contexte celle d'un gestionnaire des risques. Les réglementations internationales s'appliquant aux ENF sont moins nombreuses et moins contraignantes que pour les banques. Mais elles s'en rapprochent. En outre, certaines réglementations bancaires ont un impact indirect sur les ENF. Actuellement, la mise en place de nouvelles normes comptables américaines (FAS 133) et internationales (IAS 39) constituent des événements majeurs pour la gestion intégrée des risques, y compris ceux sur les matières premières ou l'énergie.

**Mots clés :** Entreprises non financières, gestion des risques, réglementations, FAS 133, IAS 39.

## **ABSTRACT**

*Regulatory pressures combine with the needs for tighter control of, and better information on risks to induce corporate entities into managing their various risks in a more integrated way. In that context, the corporate Treasurer becomes a global risk manager. International regulations applying to corporate risk management are fewer and less stringent than those applying to the banking sector. But they get increasingly closer. Moreover, some banking regulations have indirectly an impact on non financial corporations. Currently, new accounting regulations -namely, the U.S. FAS 133 and the international IAS 39- are major turning points for the way non financial corporations manage their integrated risks, including those on commodities and energy.*

---

## **L'auteur :**

André Rolland est associé au cabinet Arthur Andersen, France.

## ■ INTRODUCTION

Les entreprises non financières (ENF) connaissent, depuis quelques années, des évolutions majeures dans la gestion de leurs risques financiers – et plus généralement de l'ensemble des risques générés par leurs activités :

- la déréglementation et le découplage des marchés financiers leur ont donné un accès sans précédent à un foisonnement d'instruments nouveaux et de plus en plus complexes ;

- les Directions Générales, sous la pression des actionnaires et des demandes de création de valeur, se doivent d'identifier clairement l'ensemble des risques – et de les gérer ;

- les autorités réglementaires, boursières ou comptables, aux niveaux tant international que domestique, exercent des pressions de plus en plus fortes sur l'ensemble des acteurs – financiers et non financiers – pour une gestion des risques encourus plus intégrée, mieux quantifiée et plus lisible pour les tiers à l'entreprise.

## ■ LE TRÉSORIER, LE GESTIONNAIRE DES RISQUES ET LE RÉGULATEUR

Une constatation préalable s'impose : en matière financière – comme d'ailleurs dans de nombreux domaines – les innovations des praticiens précèdent le plus souvent l'instauration des cadres réglementaires visant à canaliser l'utilisation de ces innovations. C'est particulièrement frappant en matière de dérivés financiers et de produits de marché. Mais l'instauration de nouvelles règles génère le plus souvent un regain de créativité de la part des professionnels pour contrer, via de nouveaux produits, ce qui est perçu comme de nouvelles contraintes.

Au sein des entreprises, la fonction de Trésorier connaît de profondes évolutions : le côté « gestionnaire des flux », plus traditionnel, cède le pas à celui de « gestionnaire des risques », la notion de « risques » s'élargissant sans cesse. Ainsi, le Trésorier voit sou-

vent ses responsabilités s'étendre, au-delà de la gestion des risques de liquidité, de change et de taux d'intérêt, à des domaines tels que les risques sur matières premières, les assurances, la gestion des fonds de retraite, voire la gestion fiscale.

Cette évolution est le fruit de la reconnaissance de la compétence du Trésorier en matière de risques, et du fait que de nombreuses techniques d'identification et de couverture, développées à l'origine pour des problématiques purement financières, trouvent leur application à d'autres types de risques.

Parallèlement, les entreprises sont encouragées, par des évolutions convergentes, à envisager une gestion plus globale et intégrée de leurs risques :

- dans une dimension géographique, les marchés financiers voient les réglementations nationales s'effacer au profit de cadres transnationaux ; par ailleurs, les acteurs eux-mêmes s'internationalisent : nombre d'entreprises et d'institutions financières opèrent dans de multiples pays, souvent fort éloignés de la maison mère ;

- les instruments financiers, notamment les dérivés – swaps, options, etc. – présentent des caractéristiques et des règles d'utilisation et de valorisation très similaires, quel que soit le marché national sous-jacent ;

- les frontières, encore très marquées il y a peu de temps, entre instruments financiers de couverture d'une part, produits d'assurance d'autre part, deviennent beaucoup plus floues et une gestion optimale des risques se doit de comparer les apports des uns et des autres pour une même problématique ;

- la reconnaissance des corrélations plus ou moins cachées entre des types de risques apparemment très différents permet une meilleure maîtrise et un coût optimisé ;

- les tiers à l'entreprise – actionnaires, analystes, clients – réclament des informations plus exhaustives et plus transparentes sur l'ensemble des risques courus et leur gestion stratégique ;

- enfin, les réglementations nouvelles, tant sur la manière d'utiliser et de traduire dans les états financiers les instruments de gestion des risques, que sur la publication d'indicateurs de risques, se font plus pressantes. Notons au passage que, contrairement à ce qui s'est passé historiquement, ce sont maintenant les réglementations internationales qui précèdent le plus souvent les réglementations nationales et que ces dernières ne sont généralement qu'une adaptation des premières au cadre local.

## ■ DES APPROCHES RÉGLEMENTAIRES DIFFÉRENTES POUR LES BANQUES ET LES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Bien qu'on observe un certain nombre de similitudes dans les réglementations qui s'appliquent aux banques, aux autres types d'institutions financières et aux entreprises non financières, et que ces similitudes tendent à s'accroître, de nombreux éléments de différenciation demeurent.

Tout d'abord, les réglementations sont beaucoup plus nombreuses, détaillées et contraignantes pour les banques et, à un moindre degré, les institutions financières. Cela tient au rôle particulier joué dans toutes les économies par ces types d'acteurs : ce sont les courroies de transmission des politiques monétaires des banques centrales, de la transformation de l'épargne et de la mutualisation des risques financiers. On sait, en particulier, les craintes des autorités financières et législatives de tutelle pour le risque « systémique », c'est-à-dire l'éventualité que la défaillance d'un acteur ne provoque une véritable réaction en chaîne au travers de l'ensemble d'un système financier et de l'économie « réelle ». Les entreprises non financières ne présentent pas un tel degré de risque financier intrinsèque pour l'ensemble d'une économie.

Les réglementations internationales en matière de risques financiers sont maintenant, pour les banques, plus nombreuses et plus fondamentales que les textes d'inspiration nationale, et s'imposent à eux. On n'en est pas au même degré d'évolution pour les entreprises non financières, même si une convergence se manifeste : cela est particulièrement visible au sein de l'Union Européenne, où les directives émanant de la Commission de Bruxelles ont préséance sur ou précèdent les textes nationaux.

Des différences d'esprit marquées sont évidentes entre les réglementations qui s'appliquent aux banques et celles qui sont spécifiques aux entreprises non financières :

– Dans le cas des banques, le souci primordial, dans les textes portant sur la gestion des risques financiers et de marché, est la protection de l'épargne publique et l'équilibre du système financier, aux niveaux domestique et international. La prise de risques financiers – et leur transformation – procèdent certes de l'essence même du métier de banquier. Le législateur a pour souci d'encadrer ces prises de risque en exigeant des niveaux de fonds propres minimum en relation mathématique explicite avec les

risques pris. Il impose par ailleurs des standards très contraignants en matière de répartition des risques et de communication financière.

– Dans le cas des institutions non financières, qui n'ont pas pour vocation la prise de risques financiers purs, le souci des autorités réglementaires est beaucoup plus centré sur la communication aux tiers de l'évaluation et des méthodes de gestion de ces risques.

En dépit de ces notables différences d'esprit, on peut noter néanmoins plusieurs points forts de convergence dans les évolutions réglementaires concernant les uns et les autres :

– Les autorités boursières dans de nombreux pays – au premier rang desquels la Securities and Exchange Commission – invitent de plus en plus explicitement les entreprises non financières à se conformer, dans la mesure du possible, aux règles édictées pour les banques en matière de gestion des risques financiers.

– Ceci est particulièrement vrai en matière de communication d'informations aux actionnaires : les normes sont de plus en plus similaires, même si cela pose de nombreux problèmes d'application aux entreprises non financières : en effet, donner des explications sur des couvertures de risques financiers peut entraîner la divulgation indirecte, pour le plus grand bénéfice de la concurrence, d'informations sur la stratégie industrielle de l'entreprise et l'évolution, par exemple, de ses carnets de commande. Là réside tout le délicat problème de la divulgation d'informations sur les sous-jacents à mettre en regard des opérations financières.

– Un certain nombre de réglementations importantes, qui font partie depuis quelques années de l'environnement familial de la gestion des risques dans les banques, sont en train de se voir progressivement appliquées aux entreprises :

– valorisation au juste prix (« mark-to-market ») des instruments dérivés ; c'est tout l'objet des normes comptables IAS 39 (internationale) et FAS 133 (américaine), encore en cours de discussion, et qui seront évoquées plus loin en plus grand détail ;

– évaluation et quantification des pertes financières possibles à travers les techniques statistiques de valeur à risque (perte maximale acceptée, à l'intérieur d'un inter-

valle de confiance donné, par le management et /ou les actionnaires) ;

- allocation économique de fonds propres en fonction des risques ; ce dernier point n'en est qu'à l'état de recherches dans l'immense majorité des entreprises.

- L'utilisation de ces techniques quantitatives est paradoxalement plus complexe pour les entreprises non financières qu'en environnement bancaire :

- La définition de l'assiette du risque est délicate : ainsi, doit-on par exemple se borner, en matière de risque de change, à prendre comme assiette le risque sur les carnets de commande qui donneront lieu à facturation en monnaies étrangères ? Ne faut-il pas prendre en compte également des expositions plus stratégiques telles que les risques de change créés par des appels d'offres en devises, voire le risque de change de compétitivité, i.e. le risque indirect, mais global, sur le chiffre d'affaires généré par une appréciation de la devise de production ou une dépréciation des devises de vente ? Il en est de même pour les risques de taux d'intérêt : s'agit-il de minimiser les coûts d'emprunt de l'exercice, ou de prendre en compte l'évolution de ces coûts sur un horizon pluriannuel (ce qui peut ainsi amener à emprunter à taux variable en période de courbe de taux inversée, si l'on anticipe une nette décrue des taux court terme sur les exercices suivants) ? Ou bien encore de considérer cette gestion de risque de taux dans une perspective stratégique plus globale, i.e. la relation entre le chiffre d'affaires et /ou la marge et le niveau des taux d'intérêt ?

- la définition de l'horizon de temps du risque pour les calculs de valeur à risque est également délicate ; elle est nettement plus longue que pour des portefeuilles de trading d'instruments financiers dans des banques, mais est très variable ;

- enfin, il n'y a que peu ou pas de prise en compte, par les entreprises non financières, du risque de contrepartie sur dérivés – sans doute en vertu du vieux précepte que ce sont les banques qui jugent la qualité de crédit d'une entreprise et non l'inverse... L'histoire récente prouve cependant que le risque se trouve aussi du côté des banques.

## ■ PRINCIPALES RÉGLEMENTATIONS INTERNATIONALES AFFECTANT LES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Ces réglementations présentent deux types distincts d'impact :

- direct, à travers les textes qui s'appliquent spécifiquement aux entreprises non financières; il s'agira en général plus de réglementations nationales similaires sur l'ensemble des grands marchés nationaux ;

- indirect, à travers les textes qui s'appliquent aux banques, mais présentent un impact sur leurs relations ou leurs opérations avec les entreprises non financières.

### □ Réglementations à impact direct

La règle la plus fondamentale, qui n'est pas à proprement parler «internationale», mais fait partie des réglementations structurantes de la plupart des grands pays, concerne l'interdiction, pour les entreprises non financières, de procéder en direct, i.e. sans intermédiaire bancaire, à des opérations de gestion des risques sur marchés financiers de gré à gré, et à des prêts entre entreprises.

Ainsi, une entreprise X ne peut pas conclure directement avec une entreprise Y, de contrats de swaps de taux et intérêt, ou d'achat d'options de change. Elle ne peut pas lui consentir non plus de prêt direct – mais peut par contre acheter des titres de dettes négociables (papier commercial, bons à moyen terme, obligations...) : c'est là l'exemple classique des bienfaits de la désintermédiation...

Par contre, la plupart des législations autorisent les entreprises à procéder à des opérations financières ou de marché sans passer par l'intermédiaire d'une banque, lorsque les entités font partie d'un même groupe. Cette notion de «groupe» est appréciée, selon les législations, d'une manière plus ou moins élastique : dans certains pays, il est suffisant de détenir une minorité de blocage au capital ou de bénéficier d'un «mandat de gestion» pour que cette notion s'applique.

Autre réglementation directe : l'obligation, de plus en plus répandue, de se doter d'une «notation», à court ou à long terme, par l'une des grandes agences internationales de notation (Standard & Poor's, Moody's, ...). Ces notations sont exigées pour procéder à certains types d'émissions (papier commercial sur le marché



domestique américain, par exemple). Elles sont également nécessaires pour que certaines catégories d'investisseurs – par exemple, les compagnies d'assurance – puissent acheter le papier émis – à la condition, bien évidemment, qu'une qualité minimum de note soit attribuée à l'émetteur.

Enfin, il ne faut pas mésestimer l'importance de réglementations d'essence purement nationale, mais qui peuvent gêner une véritable gestion intégrée des risques financiers :

- contrôle des changes, qui empêche par exemple la couverture, par une maison mère non résidente, de rapatriement de dividendes ou de flux intragroupe. Certaines multinationales conservent encore un souvenir cuisant de la mise en place brutale d'un contrôle des changes par la Malaisie, au plus fort de la crise asiatique de 1997, qui réduisit à néant des politiques de couverture soigneusement édifiées ;

- interdiction de procéder – ou sous des limites strictes – à des contrôles transfrontaliers de capitaux, ce qui peut gêner les injections de capitaux propres, la mise en place de prêts au sein d'un même groupe ou le rapatriement de dividendes. L'impact est fort sur la structure de financement de filiales résidant dans des pays soumis à ce type de réglementation. La parade consiste logiquement à sous-capitaliser la filiale et à mettre sur pied des financements principalement locaux ;

- interdiction de détention majoritaire de filiale par des non-résidents, ou encore obligation de joint-venture avec un résident : là encore, cela peut exclure de facto une filiale de schémas de gestion des risques intégrés au sein d'une multinationale ;

- certaines règles de distribution de crédits bancaires (encadrement des crédits ou financement à taux bonifiés pour certains types d'industrie ou d'exportation), bien qu'en voie de disparition, peuvent venir troubler le jeu ;

- enfin, certains États imposent encore des règles de fixation ou d'évolution des prix des marchandises ou des services. De telles pratiques sont néanmoins largement en voie de disparition.

#### ☐ **Réglementations à impact indirect**

Nous entendons ici, rappelons-le, les réglementations qui s'exercent en fait sur les banques et les autres types d'institutions financières, mais qui ont un impact sur les relations ou opérations de ces institutions avec les entreprises non financières. Il faut noter

que certaines de ces réglementations pourraient à terme être adaptées directement à ces dernières.

Un exemple de réglementation contraignante peut être pris dans le domaine du financement, avec le marché de l'euro-commercial paper, considéré comme non réglementé. La conséquence immédiate en est que les fonds d'investissement ne peuvent détenir plus de 10 % de la valeur nette de leurs actifs dans ce type de papier, ce qui gêne considérablement son développement. Les chiffres sont éloquentes : l'encours d'euro-commercial «paper» est de USD 150 milliards, par rapport à USD 1,5 trillion pour l'euro-commercial paper US domestique, ou encore USD 500 milliards pour les «euromediumterm notes». Des démarches sont d'ailleurs en cours pour changer la perception des régulateurs sur le caractère non réglementé de l'euro-commercial «paper».

Plus importante et plus générale dans ses conséquences est la redéfinition en cours du «ratio Cooke», par la Banque des Règlements Internationaux, qui imposera sous peu aux banques la mise en place de capitaux propres minimum pour couvrir leurs risques de crédit, calculés en fonction de l'application de taux probabilistes de défaillance aux différentes qualités de notation – qu'il s'agisse de notations établies par un processus d'analyse interne à la banque ou de celles décernées par les agences spécialisées. Ce nouveau «ratio Cooke» se substituera bientôt à l'ancien, mis en place en 1988, qui attribuait un «poids» mécanique à la catégorie de l'emprunteur (État, banque, société commerciale,...) dans le calcul des capitaux propres minimum, sans considération pour la qualité de crédit intrinsèque particulière de l'emprunteur. Les conséquences de cette réforme seront importantes :

- le risque de crédit représenté par chaque emprunteur sera suivi par la banque de manière beaucoup plus fine et individualisée ;

- ceci devrait conduire à une hiérarchisation plus forte des écarts de taux (*spreads*) sur crédits bancaires, et donc inciter les emprunteurs à, d'une part se montrer encore plus vigilants sur les notations qui leur sont attribuées, d'autre part arbitrer plus systématiquement les possibilités de financement offertes soit par les banques, soit par les marchés de capitaux. Notons que les compagnies d'assurance, qui ne sont pas soumises au ratio Cooke, pourraient créer un nouveau type de concurrence pour les banques ;

- enfin, le nouveau ratio, dans ses conséquences les plus extrêmes, pourrait aboutir à un rationnement du crédit pour les

emprunteurs présentant des notations particulièrement basses. Ceci devrait encourager le développement du marché des dérivés de crédit, dont les emprunteurs pourront se servir eux-mêmes pour réduire les risques d'élargissement des écarts de taux (*spreads*) sur leurs emprunts en cours ou à venir.

En dehors des banques, certaines réglementations pèsent sur les investisseurs institutionnels, et doivent être prises en compte par les entreprises non financières, dans leur gestion globale des risques de financement :

- les fonds d'investissement doivent souvent respecter des normes strictes en matière de pourcentage maximum de détention des titres de dettes émis par un même émetteur ; une telle norme peut, dans certaines juridictions, concerner même chaque émission individuelle de titres. Il s'agit là de règles édictées dans des cadres nationaux, mais largement répandues. Elles peuvent devenir source occasionnelle de gêne pour les très grandes multinationales, qui centralisent à outrance leurs besoins de financement, et lancent des émissions de taille unitaire considérable – plusieurs milliards de dollars ou d'euros ;

- les compagnies d'assurance et les fonds de pension, dans la plupart des grands pays, ne peuvent réglementairement investir que dans des titres jouissant d'une notation minimum. Ce sont les émetteurs réputés «investment grade». L'accès à la communauté potentielle d'investisseurs se trouve de facto très réduite pour les entreprises non financières qui ne possèdent pas – ou perdent – cette qualité requise de notation.

## ■ LES NOUVELLES NORMES COMPTABLES : LA «JUSTE VALEUR» COMME PRINCIPE FONDATEUR

La réglementation internationale, – mais initiée aux États-Unis –, qui va dans un avenir proche bouleverser le plus la gestion des risques financiers dans l'entreprise non financière, consiste en l'extension de l'utilisation de la notion de «juste valeur» dans la comptabilité et les états financiers. Il s'agit là d'une véritable révolution inspirée de ce qui se passe en comptabilité bancaire, en discussion depuis plusieurs années, et qui s'approche de son

épilogue après d'intenses débats – qui ne sont d'ailleurs pas totalement clos.

Ce mouvement de fonds dans les normes comptables appliquées aux opérations financières s'exprime actuellement dans deux textes :

- le FAS 133, pour les normes américaines ;
- l'IAS 39, pour les normes internationales.

Les deux sont relativement proches dans leurs fondements et devraient s'appliquer bientôt : le FAS 133 à partir de mi-2000, l'IAS 39 après le début 2001.

Signalons que la Commission Européenne vient de faire, il y a quelques semaines, des propositions de nouvelles normes comptables européennes qui s'inspirent largement des deux normes évoquées ci-dessus.

Au cœur de la problématique, se trouvent la question de la reconnaissance comptable et la mesure de la valeur des instruments dérivés – et financiers de manière plus générale.

#### ☐ **Genèse des nouvelles normes comptables**

Pourquoi ce besoin de clarification ?

– la créativité financière, à l'origine des instruments dérivés de gestion des risques, s'est montrée beaucoup plus rapide que l'évolution des principes comptables, qui se révèlent inadaptés. Les produits structurés sont particulièrement concernés. En outre, les principes actuels ne permettent pas de séparer de manière suffisamment claire – ou c'est à tout le moins le sentiment des autorités comptables – les opérations de couverture des transactions de «gestion dynamique» des risques financiers ;

– les autorités de tutelle boursières exigent une protection accrue des actionnaires et des investisseurs, via une transparence des comptes et des publications financières plus développées. Les «affaires» célèbres de Procter & Gamble, Orange County ou encore Metallgesellschaft ont montré les conséquences d'une utilisation des dérivés de marché insuffisamment maîtrisée et divulguée ;

– les règles comptables actuelles de couverture des expositions conditionnelles de change et de taux d'intérêt (i.e. exposition probable dans l'avenir, mais non encore certaine comme dans le cas de négociation de contrats à l'export), sont beaucoup trop floues ;

– les dérivés sont inscrits hors bilan, ce qui nuit à la lisibilité des états financiers, et alors qu'il s'agit de véritables actifs et passifs financiers ;

– enfin, il fallait bien finir par trancher de lancinants problèmes de frontières : les règles actuelles reposent trop souvent sur «l'intention» déclarée de détention d'un instrument dérivé (e.g. couverture, mais sans preuve forte) ; par ailleurs, ces mêmes règles font reposer la nécessité d'estimations à la juste valeur sur le caractère de «marché réglementé» ou de «marché (réputé) liquide» de l'instrument utilisé.

## ☐ **Principes des nouvelles normes**

Quels sont les principes classiques utilisés actuellement, et remis en cause ?

– le principe de prudence : seules les pertes non réalisées font l'objet d'enregistrements comptables ; les profits non réalisés sont ignorés ;

– le principe de réalisation : seuls les profits effectivement réalisés sont enregistrés.

Le nouveau principe général marque une rupture par rapport à cette philosophie traditionnelle : tous les instruments financiers dérivés doivent être enregistrés au bilan et à leur «juste valeur» (i.e. le «mark-to-market») – à la condition que les marchés soient liquides (ce qui est un présupposé général). Seule exception à cette règle : s'il peut être prouvé que le dérivé est utilisé comme la couverture d'un élément d'actif ou de passif – mais il doit y avoir une corrélation située entre 80 % et 125 % entre l'élément couvert et le dérivé.

Dans l'IAS 39, ce principe s'applique non seulement aux instruments dérivés, mais à l'ensemble des instruments financiers, à l'inverse du FAS 133 qui ne concerne pour l'instant que les instruments dérivés. Mais l'ambition des autorités comptables est clairement définie : c'est d'aller progressivement vers l'extension de la notion de juste valeur à tous les actifs et passifs, même non financiers.

La définition d'un instrument dérivé, aux fins des nouvelles normes, repose sur les caractéristiques suivantes :

– un montant notionnel et une référence à un sous-jacent ;

– pas (ou très peu) d'investissement initial en capital ; le «très peu» faisant référence au paiement de primes d'options ;

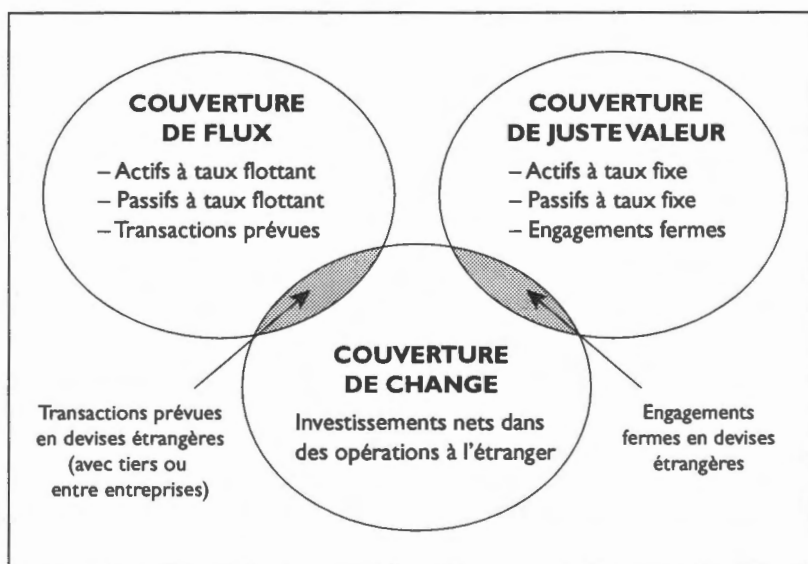
– un règlement final sur une base nette ; ce dernier point est sujet à discussion, puisqu'il ne donne pas le qualificatif de dérivé à des instruments, considérés par le marché comme des dérivés, mais donnant lieu à un règlement brut à l'expiration, ce qui est le cas notamment d'instruments de couverture sur matières premières.

En ce qui concerne les produits dérivés structurés comportant des options «cachées» («embedded options»), il est précisé dans les textes que le dérivé doit présenter une corrélation claire et forte («clearly and closely related») avec le produit principal, faute de quoi les deux éléments doivent être considérés séparément et faire chacun l'objet d'une présentation en juste valeur. Rentrent ainsi dans ce cadre de séparation des produits structurés tels que :

– une obligation dont les paiements d'intérêts sont liés à un indice sur actions ;

– les obligations convertibles, à cause de leur mécanisme de conversion.

Les textes définissent trois types de couverture :



La couverture dite «de juste valeur» (fair value hedge) s'applique aux risques financiers sous-jacents dont les cash-flows

sont connus, et l'enregistrement comptable des résultats de la couverture s'impute au compte de résultats.

En revanche, dans les couvertures dites «de flux» (cash-flow hedge), le risque sous-jacent porte sur des cash-flows prévus, mais non certains dans leur montant. L'enregistrement comptable des résultats de la couverture se fait au compte de bilan «other comprehensive income», puis est rebasculé dans le compte de résultats lorsque la transaction couverte se réalise.

Des règles très précises sont énoncées, pour qu'une opération soit qualifiée de «couverture» :

- chaque couverture doit être définie et spécifique, dès sa mise en place ;
- les couvertures d'un portefeuille « net » ne sont pas admises ;
- les couvertures doivent faire l'objet d'une documentation individuelle et formelle à chaque opération ;
- enfin, et surtout, la preuve doit être apportée de l'efficacité de la couverture par des mesures quantitatives.

Pour satisfaire ces règles, il est donc nécessaire que les entreprises disposent d'excellents systèmes de remontées d'information et d'analyse, ainsi que d'outils de rapport adéquats. Il s'agit là d'un véritable défi, et d'une contrainte lourde, pour de nombreuses entreprises.

Le FAS 133 énonce précisément les critères d'efficacité d'une couverture :

- la méthode de couverture doit être définie au préalable, et être utilisée en permanence : cela implique d'identifier notamment quels sont les groupes d'éléments homogènes à couvrir, et de définir ce que sont les transactions « probables » ;
- les tests d'efficacité de couverture doivent être cohérents pour des opérations de nature similaire ;
- la couverture est réputée efficace si elle présente une corrélation comprise entre 80 % et 125 % avec l'élément couvert ;
- l'efficacité de la couverture et le degré de corrélation doivent donner lieu à des contrôles trimestriels systématiques. Si une couverture devient « inefficace », elle est réévaluée isolément en juste valeur et les gains ou pertes sont passés en résultats.

## □ Quelques conséquences des nouvelles normes

Ces nouvelles règles reviennent, en pratique, à rendre difficiles, voire impossibles, un certain nombre de stratégies de couverture jusqu'ici assez largement pratiquées :

- «macro-couverture» d'expositions nettes sous-jacentes : une trésorerie groupe ne peut donc plus a priori couvrir le net des expositions des filiales par une opération de marché globale ; cependant, les discussions continuent sur ce sujet et des amendements pourraient atténuer la rigueur de ces principes ;

- utilisation d'instruments hybrides comportant des dérivés «cachés» : les composantes de l'instrument doivent être isolées et appréciées chacune en juste valeur ;

- la couverture globale, par une trésorerie groupe, des expositions de change d'un ensemble de filiales opérationnelles, devient très délicate ;

- un emprunt accompagné d'un swap de taux d'intérêt ou d'un «cross-currency swap» devra être décomposé, et l'élément «swap» réévalué indépendamment.

À l'inverse, il faut reconnaître que les nouvelles règles peuvent faciliter des stratégies de gestion des risques :

- la couverture d'expositions «probables» est désormais possible : cela intéressera fortement les multinationales qui veulent gérer sur une base mutualisée un portefeuille de contrats exports en cours de négociation et libellés en devises étrangères ; il est cependant nécessaire de prouver le caractère «probable» (dans l'esprit du texte, nettement plus qu'une chance sur deux) par des études statistiques sur le passé ;

- la couverture de risques de crédit devient également possible notamment par l'utilisation de dérivés de crédit ;

- une couverture par «proxy» peut être admise, à la condition que son efficacité soit prouvée et passe les tests de corrélation évoqués plus haut ;

- des ventes nettes d'options deviennent possibles pour couvrir des options «cachées» achetées dans le cadre d'un instrument hybride.

Tout n'est donc pas négatif dans la mise en place de ces nouvelles normes comptables... même si, globalement, la gestion des risques s'en trouve rendue plus complexe.



Signalons que ces normes apportent une gêne temporaire discriminatoire : en effet, si des multinationales non américaines désirent accéder au marché américain des capitaux, obligation leur est faite par la Securities & Exchange Commission de publier les états financiers des deux derniers exercices avec valorisations et analyses des couvertures selon les nouvelles normes, ainsi qu'informations en annexe sur les utilisations de produits dérivés. À l'inverse, il n'y a pas de telles exigences – pour l'instant – pour émettre sur la plupart des autres marchés. Mais il est clair que l'alignement se fera progressivement sur les normes américaines.

Enfin, au-delà des aspects purement techniques sur tel ou tel type d'opération, la mise en place des nouvelles normes va créer un certain nombre de complications, aux niveaux politique et pratique, dans la gestion intégrée des risques :

- il y a possibilité de divulgation trop précise et trop exhaustive d'informations sur les stratégies de couverture de risques financiers de l'entreprise – divulgation qui peut se révéler fort utile à des concurrents ;

- le suivi des «micro-couvertures» va se révéler complexe, fastidieux et générateur de coûts administratifs éventuellement non négligeables ; certaines entreprises peuvent délibérément opter pour ne pas effectuer ce suivi, acceptant en contrepartie de réévaluer l'ensemble des dérivés utilisés à leur juste valeur et d'enregistrer une volatilité comptable plus forte de leurs résultats ;

- les entreprises doivent être en mesure de calculer les «justes valeurs». Or, si cela ne pose pas de problèmes particuliers pour les produits simples, échangés et cotés sur de grands marchés, des difficultés pratiques peuvent surgir dans de nombreux cas : insuffisance de points de repères significatifs pour les marchés peu liquides (e.g. volatilités sur des options à échéance longue, ou prix d'obligations sur les marchés Eurobonds), difficultés techniques de valorisation de dérivés hybrides ou complexes ;

- valorisations et suivi détaillé des opérations entraînant le besoin de disposer de logiciels puissants et adaptés pour ce faire – or, les logiciels existants sont encore peu adaptés aux nouvelles règles ;

- enfin, à l'évidence, la volatilité des résultats financiers des entreprises se trouvera souvent accrue par l'application des nouvelles normes.

## □ Les évolutions en cours

Devant les difficultés soulevées, un certain nombre d'amendements aux normes sont en cours de discussion, et pourraient donner lieu à quelques assouplissements d'ici à juin 2000, date prévue pour la finalisation du FAS 133.

Un certain nombre d'améliorations viennent d'ailleurs d'être promulguées. Ainsi :

- il sera maintenant possible de couvrir un risque de taux en prenant des couvertures séparées et complémentaires, sur le risque de taux « brut » (i.e. le taux du « benchmark », ou emprunt de référence – généralement, emprunt d'État), et sur le risque de crédit (couvrant à la fois le risque du secteur de l'émetteur et le risque intrinsèque de l'émetteur) ;

- il sera par ailleurs possible de couvrir dans un même instrument (« compound derivative ») le risque de taux et le risque de change.

D'autres demandes significatives ont par contre été définitivement rejetées :

- il n'est pas permis de prendre en compte la valeur temps d'une option dans la couverture ; cette valeur temps doit faire l'objet d'une valorisation séparée et son impact passé en résultat ;

- il n'est pas non plus reconnu de procéder à une couverture partielle, en termes d'échéance, d'un sous-jacent donné (e.g. un emprunt à taux fixe à cinq ans et un swap lié taux fixe/taux variable à trois ans) : cela enlève clairement un élément de flexibilité dans la gestion.

Dans ces conditions, existe-t-il encore un intérêt à reconnaître – au moins de façon comptable – une Trésorerie Centrale de Groupe ? Globalement, la réponse est positive, même si les marges de manœuvre sont désormais plus limitées :

- les textes reconnaissent les Trésoreries Centrales dans la gestion des risques de change, sous certaines conditions cependant, notamment d'identification des livres et de délai de mise en place des couvertures ;

- par contre, il n'est pas reconnu de concept de Trésorerie Centrale, ni pour le risque de taux, ni pour le risque matières premières, par rapport à des couvertures de filiales. Il est donc nécessaire d'identifier précisément chaque sous-jacent pour lequel une couverture a été initiée.

Signalons enfin que banquiers, assureurs et entreprises non financières conjuguent déjà leurs imaginations pour créer de nouveaux produits contournant l'exigence de « juste valeur ». Ainsi :

- on voit apparaître des produits d'assurance, qui répliquent des couvertures optionnelles mais ne peuvent être qualifiés de dérivés au regard des nouvelles normes ;

- certaines institutions proposent déjà des « time value swaps » pour lisser dans les comptes l'impact des fluctuations de la valeur temps présente dans les couvertures.

## ■ RÉGLEMENTATIONS ET NOUVEAUX DOMAINES DE LA GESTION DES RISQUES

Dans nombre de grands groupes non financiers, le Trésorier voit sa fonction s'étendre et se transformer en véritable rôle de gestionnaire des risques. Cette gestion des risques dépasse alors le cadre traditionnel dans lequel elle s'exerçait précédemment, i.e. sur les problématiques de liquidité, de taux d'intérêt et de change.

Cette évolution procède d'une certaine logique : en effet, les techniques sophistiquées développées en matière de couverture de risques financiers trouvent leur application à de nouveaux domaines de risques, qu'il s'agisse d'instruments à terme ferme ou optionnels.

En toute justice, rappelons que ces techniques ont à l'origine été largement développées dans les domaines des matières premières, tant agricoles qu'industrielles (métaux ou pétrole notamment). Elles n'ont été appliquées que par la suite aux instruments financiers.

Pour répondre aux exigences des entreprises non financières de gérer de manière plus systématique et de couvrir les risques autres que financiers, qui ne font pas partie de leur activité intrinsèque, les banques et les marchés développent actuellement nombre d'instruments dérivés sur des sous-jacents de type complètement nouveaux :

- dérivés de crédit, pour se couvrir sur des variations de « spreads » de crédit ou contre des craintes de faillite des emprunteurs ;

– dérivés sur l'énergie (gaz et électricité) : quoique déjà relativement usuels en Amérique du Nord, ces dérivés n'en sont qu'au stade expérimental en Europe, où la déréglementation de ces marchés de l'électricité et du gaz ne fait que commencer ;

– dérivés « climatiques » pour protéger son chiffre d'affaires et/ou son activité contre des variations climatiques inhabituelles ;

– dérivés sur catastrophes naturelles ;

– enfin, échange de «droits à polluer».

On le voit, l'imagination est au pouvoir, et la liste n'est pas limitative. Deux problèmes majeurs affectent cependant la plupart de ces nouveaux types de dérivés :

– le manque de liquidité, les cotations s'effectuant le plus souvent sur des marchés de gré à gré et non des marchés organisés ;

– le manque de consensus sur les modèles de valorisation mathématique à appliquer.

L'évolution est cependant rapide, et les grandes banques déjà très actives sur les marchés de dérivés financiers investissent dans ces nouveaux domaines pour prendre des positions de chef de file en tant que teneurs de marché.

En termes de réglementations internationales, il n'en existe pas plus pour les nouveaux genres de dérivés que ceux s'appliquant déjà aux instruments financiers.

Par rapport aux normes comptables FAS 133 et IAS 39, la situation peut être qualifiée de transitoire. Les dérivés décrits plus haut sont en général hors du champ d'application de la juste valeur... pour l'instant.

En particulier, les contrats dérivés sur matières premières sont exclus du périmètre du FAS 133, s'ils prévoient une livraison physique à l'échéance. En revanche, ils doivent faire l'objet de comptabilisation à la juste valeur si le contrat de dérivé prévoit un paiement net en cash à l'échéance (sauf s'il est prévu une livraison physique du sous-jacent en quantité normale dans le cadre de l'activité de l'entreprise).

Il est intéressant de mentionner ici un certain nombre d'instruments qui sont explicitement exclus du champ d'application du FAS 133 :

– les contrats d'assurance : ce point est lourd de conséquences, car il va favoriser la création d'instruments de couverture

des risques qualifiés d'assurance, même s'ils s'appuient sur des dérivés. La concurrence entre banques et compagnies d'assurance comme fournisseurs d'instruments de gestion des risques va s'en trouver fortement accrue ;

- les garanties financières : ce point intéresse particulièrement les grands groupes qui garantissent des emprunts contractés par leurs filiales ;

- les dérivés climatiques – qui offrent d'intéressantes perspectives pour de très nombreux secteurs dont le niveau d'activité dépend en partie des conditions climatiques (bâtiment et travaux publics, boissons et alimentation, exploitation de stations de sports d'hiver,...) ;

- un prix d'achat variable, mais fonction directe d'un certain nombre de facteurs précisément identifiés : alternative intéressante à l'utilisation de produits dérivés pour protéger le coût de ses achats ;

- enfin, les contrats indexés sur des indices boursiers.

Cet inventaire très hétérogène offre, on vient de le voir, des pistes de réflexion intéressantes pour le développement et l'utilisation d'instruments de gestion des risques qui rempliront des fonctions similaires aux dérivés, mais n'en auront pas la qualification et échapperont ainsi aux contraintes de la « juste valeur ».

## ■ CONCLUSION : RÉGLEMENTATION VS GESTION EFFICIENTE ?

À travers les réflexions qui précèdent, le lecteur a pu se rendre compte que l'environnement réglementaire et comptable de la gestion des risques vit une profonde mutation – dans le sens d'un resserrement.

Cependant, les réglementations internationales (et nationales), à ce stade, demeurent plus nombreuses et plus contraignantes pour les banques et l'industrie financière en général. Le législateur tente de les adapter dans de nombreux cas aux entreprises non financières.

Le risque, pas toujours bien maîtrisé, est que des distorsions gênantes apparaissent entre les véritables besoins économiques de gestion des risques au sein de l'entreprise et les contraintes régle-

mentaires et comptables. Nous avons dans les pages précédentes eu l'occasion de mettre en relief un certain nombre de ces distorsions.

Par contre, – et nous en avons également montré des exemples –, les resserrements de réglementation n'ont nullement réduit la créativité des banques dans l'invention de nouveaux instruments financiers et dérivés. C'est même bien l'inverse qui se produit – amenant souvent des problèmes d'interprétation des réglementations en vigueur !

L'inventivité des banques risque fort, néanmoins, de se trouver de plus en plus confrontée à la concurrence des compagnies d'assurance. En effet, ces dernières ne sont pas soumises, en matière de comptabilité en juste valeur, à des règles aussi draconiennes que les banques. En outre, beaucoup d'entreprises non financières risquent de leur prêter une oreille attentive, si elles viennent leur proposer des instruments de couverture des risques qui se qualifient de contrats d'assurance, et non de dérivés, échappant de ce fait aux projecteurs de la juste valeur...

La course de vitesse entre le gestionnaire des risques et le régulateur est donc toujours aussi vive. Si un souhait devait être exprimé vis-à-vis des autorités réglementaires, ce serait que les nouvelles mesures ne viennent pas contrarier la liquidité et la transparence des marchés par des effets pervers, ce qui irait assurément contre l'intérêt d'une gestion saine et efficace des risques – et, en fin de compte, les souhaits des autorités elles-mêmes.