

Evaluation de l'incidence des produits structurés sur les marchés actions

La composition des produits structurés n'est pas sans effets sur les indices en ces périodes de forte volatilité. Même si leur demande a fortement baissé.



SACHA J. DUPARC
Chef de la structuration et du trading
Produits structurés, BCV

Quelles sont les conséquences des émissions de produits structurés sur les marchés actions, et comment évaluer l'incidence des programmes de couverture en lien avec ces produits sur l'évolution des titres? Telles sont les questions que se posent un nombre croissant d'investisseurs aujourd'hui.

Afin de répondre à ces interrogations, il est nécessaire d'établir l'importance des produits structurés en termes de notionnel, soit de volume vendu à l'émission, mais aussi en termes de profil de risque. Tout d'abord, le marché des produits structurés s'est largement contracté depuis la crise financière; le volume d'émissions en 2015 représentait environ la moitié de celui de 2008, avec environ 70 milliards de dollars d'émissions vendues sur les bourses européennes. A cette diminution significative vient s'ajouter un autre phénomène: la redistribution des profils de risque. Les statistiques font ressortir un intérêt grandissant pour les solutions d'optimisation de la performance au détriment des produits dits de protection du capital. Cette croissance de l'importance des produits de rendement s'explique notamment par les effets conjoints des politiques actuelles des banques centrales et par la diminution des risques de crédit des émetteurs.

Si des taux faibles, voire négatifs, ont des conséquences quasi linéaires sur les rendements des produits d'optimisation de la performance, leur

incidence est démultipliée pour les produits de protection du capital. Aussi, dans le cas de ces derniers, seuls les structures composées d'options très peu onéreuses sont encore parfois attractives. Il s'agit notamment de produits aux Vega dérisoires (soit ces indicateurs du rapport entre le prix de l'option et la volatilité du sous-jacent). La conjonction de politiques monétaires conciliantes et de faiblesse des risques de crédit a ainsi favorisé l'émission disproportionnée de produits vendeurs de Vega.

Cette double évolution en termes de parts de marché et de propriétés des structures optionnelles des grands types de produits structurés permet d'identifier les principaux risques pour les émetteurs. Et donc de déduire l'incidence probable des programmes de couverture dynamiques sur les marchés actions. L'étude de l'évolution des produits structurés en Europe nous permet notamment de déduire les niveaux d'inflexion des programmes de couverture des émetteurs en fonction de l'évolution des sous-jacents et de leurs volatilités réalisées et implicites.

Actuellement, les produits structurés génèrent des positions majoritairement vendeuses de volatilités implicites et réalisées. Cette asymétrie dans les «profils de Vega» tend à avoir un impact lors de corrections importantes sur les marchés. En effet, dans les portefeuilles des émetteurs, la forte présence des risques liés aux produits d'optimisation de la performance – incorporant pour la plupart des barrières de protection – réduit loca-

LE VOLUME D'ÉMISSIONS EN 2015 REPRÉSENTAIT ENVIRON LA MOITIÉ DE CELUI DE 2008.

lement les volatilités implicites et réalisées. Les émetteurs ont tendance à contrebalancer les mouvements de marché, soit à acheter le sous-jacent et à vendre la volatilité implicite lors de phases de baisses modérées de marché. En revanche, cette dynamique tend à s'inverser lors de baisses significatives. Les positions agrégées des émetteurs en Vega deviennent alors négatives, contraignant les banques à couvrir leurs positions déficitaires dans un contexte défavorable. Elles les forcent ainsi à participer à une appréciation continue des volatilités implicites.

L'INTÉRÊT SE PORTE DE PLUS EN PLUS SUR LES SOLUTIONS D'OPTIMISATION DE LA PERFORMANCE AU DÉTRIMENT DES PRODUITS DE PROTECTION DU CAPITAL.

Techniquement, et du point de vue des émetteurs, la pente des Vega par rapport au sous-jacent est généralement positive, mais connaît un point d'inflexion au-dessous duquel les programmes de couverture tendent à renforcer les dynamiques de correction des marchés. Nous estimons que ce point d'inflexion se situe entre 20% et 30% au-dessous des niveaux moyens enregistrés par la plupart des sous-jacents sur une année; niveaux à partir duquel les pentes négatives des Vega s'accroissent et les programmes de couverture tendent à participer au phénomène de renchérissement des volatilités implicites.

En somme, l'importance et la composition optionnelle des produits structurés engendrent actuellement un amoindrissement des volatilités – soit des risques d'oscillation – lorsque les marchés tendent à s'apprécier ou lorsqu'ils fluctuent localement. A contrario, les programmes de couverture des émetteurs de produits structurés tendent à participer au renforcement des dynamiques de correction des marchés lors de forte baisse, et ce particulièrement pour les actifs dont les performances sont les plus négatives. ■



PHILIPPE VLADIMIR BOSS ET DOMINIQUE CHRISTIN
BCCC Avocats Sàrl, Genève-Lausanne

EN DROIT

Demande d'informations sur un compte en Suisse: précisions du TF

Le Tribunal fédéral a récemment apporté des précisions sur les règles procédurales et les conditions d'acceptation d'une requête civile portant sur des informations bancaires d'un compte en Suisse.

Le Tribunal fédéral a rendu le 21 décembre 2015 un arrêt de principe en matière d'entraide judiciaire en matière civile (4A_340/2015) qui précise les règles procédurales à suivre et les conditions d'acceptation d'une requête étrangère portant sur des informations bancaires d'un compte en Suisse.

Dans le cadre d'un litige commercial, un tribunal espagnol a requis des autorités suisses de lui communiquer, entre autres, la documentation d'un compte ouvert auprès d'une banque suisse, y inclus la détermination de son ayant droit économique. Invitée à se déterminer par le Tribunal de première instance de Genève, la banque s'était refusée à fournir l'information demandée. Une ordonnance lui a été notifiée. Son client, ainsi que l'ayant-droit économique du compte requérant l'anonymat, ont formé recours contre cette ordonnance jusqu'au Tribunal fédéral. Il convient de préciser d'emblée que ces recourants avaient consenti à ce qu'il soit indiqué que les parties au procès espagnol ne sont ni titulaires ni ayants droit économiques du compte. Le Tribunal fédéral a donné gain de cause aux

recourants. Tout d'abord, il a reconnu la qualité pour recourir à l'ayant-droit économique, protection dont ce dernier ne bénéficie pas dans d'autres procédures similaires, en particulier celles en matière d'entraide judiciaire internationale en matière pénale. Au fond, le Tribunal fédéral, a rappelé le droit des banquiers de garder le secret en fonction des intérêts en présence. Dans ce contexte, il a considéré qu'il ne pourrait être fourni d'informations au sujet du compte et son ayant-droit par le biais d'une requête judiciaire internationale en matière civile, uniquement après que le titulaire aura pu s'exprimer dans le cadre du procès en Espagne. A cet égard, le Tribunal fédéral de conclure que «lorsque le demandeur au procès au fond pendant à l'étranger veut obtenir le nom de l'ayant-droit économique du compte, le tribunal étranger doit permettre au titulaire formel du compte de se déterminer à ce sujet, à défaut de quoi il ne peut être donné suite à la demande d'entraide visant à ce qu'une attestation dévoilant l'identité du bénéficiaire économique soit fournie à la banque».

En définitive, on peut s'attendre à ce que l'autorité étrangère devra vraisemblablement inviter, par la voie adéquate découlant des règles d'entraide judiciaire internationale en matière civile, le titulaire du compte (dont l'identité est connue des parties en Espagne) à se déterminer sur la question de la révélation de son ayant droit économique, y faisant valoir, en tous cas, des droits procéduraux qu'il déduirait du droit espagnol. Ceci fait, une nouvelle requête d'entraide pourrait être adressée à la Suisse, dans le cadre de laquelle les autorités suisses pourront procéder à une véritable pesée des intérêts. Cette nouvelle requête devrait certainement indiquer quel est l'intérêt à l'obtention de ces informations dès lors qu'il est établi qu'aucune des parties n'est ayant-droit économique et, ainsi, n'a pas versé des sommes qui font aujourd'hui l'objet du litige espagnol. Il semble devoir s'agir d'un intérêt précis et concret, et non d'une simple utilité potentielle telle qu'elle est pratiquée en matière d'entraide judiciaire internationale en matière pénale. ■