

**La couverture des risques financiers par les entreprises françaises
cotées: les résultats d'une enquête.**

Salma MEFTEH*

Cahier de recherche n°2005-02

Résumé

Cet article présente les résultats d'une enquête réalisée en 2002, auprès d'un échantillon d'entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris, et portant sur leur comportement face aux risques financiers. Le questionnaire adressé aux entreprises permet d'apporter des réponses à plusieurs questions : Pourquoi les entreprises gèrent-elles les risques financiers? Quels sont les risques couverts? Pourquoi et comment sont-ils gérés? Quelle est la personne responsable de la gestion des risques dans l'entreprise? Comment la met-elle en oeuvre et en évalue-t-elle l'efficacité?

Les résultats obtenus sont confrontés à ceux publiés dans d'autres enquêtes.

* CEREG (CNRS UMR 7088), Université de Paris Dauphine, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny 75775 Paris. e-mail : salma.mefteh@dauphine.fr.

La couverture des risques financiers par les entreprises françaises cotées : les résultats d'une enquête.

Salma Mefteh*

Résumé

Cet article présente les résultats d'une enquête réalisée en 2002, auprès d'un échantillon d'entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris, et portant sur leur comportement face aux risques financiers. Le questionnaire adressé aux entreprises permet d'apporter des réponses à plusieurs questions : Pourquoi les entreprises gèrent-elles les risques financiers ? Quels sont les risques couverts ? Pourquoi et comment sont-ils gérés ? Quelle est la personne responsable de la gestion des risques dans l'entreprise ? Comment la met-elle en oeuvre et en évalue-t-elle l'efficacité ?

Les résultats obtenus sont confrontés à ceux publiés dans d'autres enquêtes.

Introduction

Le risque est inhérent à l'activité économique. Toute entreprise y est confrontée dès lors qu'elle réalise des opérations commerciales, industrielles ou financières. Le développement des marchés financiers et l'internationalisation des activités des entreprises ont donné naissance à un nouveau type de risque qui s'est ajouté aux risques traditionnels, de nature industrielle ou commerciale. Ce nouveau risque, dit financier, résulte des mouvements imprévisibles des taux de change, des taux d'intérêt et des prix des matières premières.

*CEREG (CNRS UMR 7088), Université de Paris Dauphine, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny 75775 Paris. e-mail : salma.mefteh@dauphine.fr.

Ces trois types de risque ont des conséquences qui peuvent être dommageables au niveau des résultats financiers, de la valeur du patrimoine et même de la pérennité de l'entreprise. Aucune firme, grande ou petite, ne peut se prévaloir d'être à l'abri des fluctuations des taux de marché qui se répercutent sur sa performance. Il importe alors de les prendre en considération et de les gérer au mieux.

Les entreprises peuvent gérer leur risque en utilisant deux méthodes souvent complémentaires. La première, la gestion opérationnelle des risques, consiste dans le choix et l'ajustement des stratégies et des politiques de l'entreprise de manière à faire baisser l'exposition. La deuxième consiste dans l'utilisation d'instruments financiers spécifiques. Les produits dérivés sont des contrats liant deux parties pour l'échange d'un produit, dit "sous-jacent" ou "support" à une date et à un prix prédéterminés. Les supports peuvent être des devises, des matières premières, des taux d'intérêt, des indices boursiers, etc. Les options, les contrats à terme *Forwards* et *Futures*, les swaps de devises et de taux d'intérêt sont des exemples, pour ne citer que les plus standards.

Les études empiriques portant sur les pratiques de gestion des risques financiers et l'utilisation des produits dérivés par les entreprises non-financières sont peu nombreuses en France, d'où l'intérêt de cette analyse exploratoire portant sur un échantillon d'entreprises françaises. L'étude s'intéresse au comportement face aux risques financiers, en général et pas uniquement à l'utilisation des produits dérivés. Il s'agit d'une étude descriptive des différents types de risques auxquels les entreprises sont exposées, du comportement des entreprises face à ces expositions et aussi de quelques caractéristiques du programme de gestion des risques. Cette étude qualitative s'appuie sur une enquête.

Au cours des dix dernières années, plusieurs auteurs ont eu recours aux enquêtes pour examiner l'utilisation des produits dérivés par les entreprises (Bodnar et *al.* (1995, 1996, 1998) et Phillips (1995) sur le marché américain ; Berkman et *al.* (1997) sur le marché néo-zélandais ; De Ceuster et *al.* (2000) sur le marché belge et Mallin et *al.* (2001) sur le marché britannique).

Le tableau (1) a été élaboré en s'inspirant du tableau présenté dans l'article de Mallin et *al.* (2001). Il résume et compare les résultats des enquêtes précitées. Comme il apparaît, toutes ces études montrent que le taux d'utilisation des produits dérivés est important.

Plus de la moitié des entreprises de l'échantillon recourent aux instruments de couverture. Elles permettent aussi de constater que la taille a un effet positif sur les décisions de gestion des risques. En effet, le taux d'utilisation des produits dérivés est plus important dans le sous-échantillon des grandes entreprises que dans celui des petites. Il apparaît aussi que plus que la moitié des entreprises qui n'utilisent pas de produits dérivés se justifient par le fait que leur exposition est trop faible pour recourir à de tels instruments financiers.

TAB. 1 – Récapitulatif des résultats de quelques enquêtes sur l'utilisation des produits dérivés.

	Bodnar et Phillips (1995)	Berkman et Grant et Marshall (1997)	De Ceuster et Mallin et al.(2001)
Pays enquêté	États Unis	Grande Bretagne	Grande Bretagne
Nombre des entreprises contactées (Nombre des entreprises ayant répondu)	3600 (660)	Top 250 (55)	800 (230)
Secteur d'activité	Tous les secteurs d'activité	Tous les secteurs d'activité	Entreprises financières non financières
Année(s)	1994	1994 et 1995	1997
Les principaux résultats			
Le pourcentage d'entreprises utilisant des produits dérivés	63%	90%	60%
Les objectifs de l'utilisation des produits dérivés	Gérer le bénéfice comptable et obtenir un taux d'intérêt fixe ou variable suivant le choix (grâce à l'utilisation du swap).	Réduire le risque (90%), augmenter la rentabilité (50%).	Réduire le coût de financement (90%), réduire la volatilité des bénéfices (80%).
Les raisons de la non-utilisation des produits dérivés	Exposition faible (60%).	Exposition faible (60%); autres instruments (14%).	Exposition faible (52%); autres instruments (14%); coûts de la mise en place du programme (16%).
Les problèmes considérés lors de l'utilisation des produits dérivés	Traitement complexe (26%); risque de marché (27%); contrôle des résultats de couverture (13%).	Contrôle interne (80%); risque de contrepartie (80%).	Risque d'évaluation (21%); coûts de transaction (18%); mesure de risque (12%).

1 Méthodologie et description des données

L'enquête est similaire à celle conduite, pour la première fois, par Bodnar et *al.* (1995) et qui a porté sur un échantillon de 530 entreprises non-financières américaines. Un questionnaire a été envoyé, en 2002, à un échantillon de 300 entreprises sélectionnées d'une façon aléatoire parmi les entreprises non financières françaises et cotées à EURONEXT Paris. Il a été adressé directement au directeur financier. Comme il apparaît dans la copie du questionnaire présentée dans l'annexe, les questions ne portent pas uniquement sur l'utilisation des produits dérivés, comme c'est le cas des autres enquêtes. Elles couvrent divers aspects de la gestion des risques, essentiellement :

- les risques financiers auxquels l'entreprise est exposée ;
- le comportement face au risque : le supporter, le gérer, l'éviter ou l'augmenter ;
- les méthodes de gestion des risques : la gestion opérationnelle, la diversification, l'assurance ou l'utilisation des produits dérivés ;
- la mise en place du programme de gestion des risques ;
- les raisons de l'utilisation des produits dérivés ;
- les facteurs considérés lors de l'utilisation des produits dérivés ;
- les méthodes utilisées pour l'évaluation des portefeuilles de produits dérivés.

Sur les 300 questionnaires envoyés, 5 ont été retournés à la suite d'un changement d'adresse. Le taux de réponse s'élève à 20,33% (60/295). Ce taux est proche des taux de réponse signalés par Phillips (18,9%), Grant et Marshall (22%), De Ceuster et *al.* (21,9%) mais inférieur à celui de Bodnar et *al.* (1995) qui était de 26,5%.

Le tableau (2) présente la distribution statistique de certaines caractéristiques financières des entreprises de l'échantillon d'étude. Les informations récapitulées dans ce tableau montrent que la valeur comptable du total actif des entreprises s'échelonne entre 11510 et 100936000 milliers d'euro. La dispersion sur la valeur comptable des dettes à long terme est importante. Cette valeur varie de 0,000 à 429995 milliers d'euro. Les entreprises de l'échantillon exportent en moyenne 13,175%. La valeur du taux d'exportation varie de 0,000 à 83,960%.

TAB. 2 – Caractéristiques des entreprises qui ont répondu au questionnaire
 Ce tableau présente la distribution statistiques de quelques caractéristiques financières des entreprises en 2002. L'échantillon est composé de 60 entreprises. Toutes les valeurs sont exprimées en milliers d'euro sauf pour le taux d'exportation.

	min	q1	median	moyenne	q3	max
Capitalisation	4686	35333,500	286291	4377774,203	1894823	102386609
Dettes à long terme	0,000	3923,750	63289	2259495,800	429995,250	65814000
Total de l'actif	11510	36305,250	222471	5486988,916	1564693	100936000
Taux d'exportation	0,000	0,000	0,000	13,175	20,630	83,960

2 Les résultats de l'enquête

Les résultats de l'enquête sont présentés en deux parties. La première partie s'intéresse aux différents types de risques auxquels les entreprises sont exposées et les comportements correspondants. La seconde partie se focalise sur la gestion des risques par l'utilisation des produits dérivés.

2.1 La problématique de la gestion des risques financiers dans l'entreprise

Cette sous-section décrit les expositions des entreprises de l'échantillon et leurs politiques de gestion des risques.

2.1.1 Les expositions et le comportement face aux risques

Les concepts de risque et d'exposition doivent être distingués. L'incertitude et le risque sont des termes qui reflètent les déviations possibles d'une variable par rapport à sa valeur la plus probable. Quant à l'exposition, elle désigne la sensibilité de la valeur future par rapport au risque. Elle nécessite donc, en plus du contexte probabiliste, une prise de position qui fait que l'entreprise peut réaliser une perte à cause d'une fluctuation défavorable du facteur économique (taux d'intérêt, taux de change et prix de matière).¹

La première question s'intéresse aux types de risques financiers auxquels sont exposées les entreprises. Les risques financiers, comme avancés dans l'introduction, regroupent le risque de taux de change, le risque de taux d'intérêt et le risque de prix de matière. Le

¹Dans la suite du texte, nous employons indifféremment les mots "exposition" et "risque".

graphique (1) présente le pourcentage des entreprises interrogées exposées à chacun de ces risques.

FIG. 1 – Types d'exposition

Ce graphique montre que, la majorité des entreprises, à peu près 83%, sont exposées au risque de taux d'intérêt. Environ 73% (44/60) et 40% (24/60) sont respectivement exposées au risque de change et au risque de prix des matières. Les entreprises sont donc plus exposées au risque de taux d'intérêt et au risque de change. Parmi les entreprises, 18 (soit 30%) sont exposées aux trois types de risque en même temps.

Qu'en est-il du comportement face aux risques ?

Face à un même type d'exposition, deux entreprises peuvent avoir deux réactions différentes et ce, en fonction de plusieurs paramètres (leurs caractéristiques financières, l'aversion pour le risque des dirigeants, etc). Une entreprise exposée à un risque financier peut avoir différentes attitudes. Elle peut,

- soit éviter les transactions susceptibles d'amplifier le risque,
- soit supporter le risque, c'est-à-dire subir purement et simplement les risques. En effet, l'entreprise peut décider que le risque est faible et ne présente pas de menaces. Il s'agit d'une attitude passive et attentiste. "Ce type d'attitude paraît déraisonnable compte tenu de l'amplitude et de la fréquence des fluctuations de taux que nous connaissons" (La Baume et *al.*, 1999).
- soit gérer le risque. Il s'agit, pour l'entreprise, de s'engager dans des opérations réduisant l'effet des fluctuations défavorables des variables économiques sur les *cash flows* et par conséquent sur sa valeur.
- soit spéculer.² Une entreprise peut décider non seulement de réduire au maximum les effets négatifs des fluctuations de taux, mais aussi de tenter de transformer la gestion des risques en centres de profits autonomes en prenant des positions lui permettant de tirer profits des conditions futures de marché compte tenu de ses anticipations.

Les résultats indiquent que la totalité des entreprises gèrent leurs expositions, environ

²Selon la définition de l'encyclopédie Larousse, un spéculateur est la personne qui se livre à des opérations susceptibles de lui procurer des bénéfices importants mais aléatoires.

21% essaient d'éviter le risque et aucune ne le supporter et ne spéculer. Toutefois, la réponse à la question relative à la spéculation doit être analysée avec précaution. En effet, il peut exister une méfiance à l'égard du mot spéculation, qui revêt une connotation négative, notamment parce que cette pratique amplifie le problème d'agence entre les actionnaires et les créanciers de l'entreprise. Ceci est confirmé par deux résultats contradictoires qui ressortent de l'analyse des réponses. En effet, les statistiques font apparaître qu'aucune entreprise ne choisisse de spéculer alors que 77% des entreprises pratiquent une couverture sélective ou partielle. Une couverture sélective ne serait-elle pas une tentative de tirer profit d'une fluctuation favorable de la variable à gérer ? (ce point sera analysé dans la sous section 2.1.2).

La question 3 concerne les méthodes de gestion des risques. Il s'agit d'une question à choix multiples qui propose comme modes de gestion :

- un choix des décisions financières et opérationnelles minimisant l'exposition, appelé la "gestion opérationnelle des risques",
- l'assurance,
- la diversification,
- l'utilisation des produits dérivés.

L'analyse des réponses révèle que 80% (48 sur 60) des entreprises couvrent leurs expositions aux risques financiers en utilisant des produits dérivés. Ce taux est supérieur à ceux reportés par Bodnar et *al.* (1995) (53%), Phillips (1995) (63%) Berkman et *al.* (1997) (53%), De Ceuster et *al.* (2000) (65,8%) et Mallin et *al.* (2001) (60%). Cette différence peut s'expliquer par le fait que ces études ont concerné des périodes allant de 1994 à 1997 et que l'utilisation des produits dérivés est devenue plus répandue au cours des cinq dernières années. Une deuxième interprétation possible est la contrainte imposée par des banquiers qui exigent des entreprises qu'elles couvrent les risques pris en contractant des contrats de produits financiers auprès de leurs établissements (voir la sous section 2.2.2).

Sur les 48 entreprises utilisant les produits dérivés, 28 recourent aussi aux méthodes opérationnelles de gestion des risques. Le pourcentage des entreprises qui se contentent d'une gestion opérationnelle sans recours aux produits dérivés s'élève à 20%. Cette méthode consiste à gérer le risque par des méthodes internes comme le choix de décisions

financières et opérationnelles minimisant le risque. Cependant, il n'est pas toujours facile pour l'entreprise d'agir sur ses politiques et stratégies financières généralement fixées pour le long terme pour de gérer les risques financiers.

2.1.2 Quelques autres aspects de la politique de gestion des risques

La réponse à la question 2 relative au comportement des entreprises face à leur exposition montre que toutes les entreprises n'adoptent pas une attitude passive à l'égard des risques. Elles cherchent plutôt à les gérer soit par le choix et l'ajustement des politiques financières, de manière à diminuer l'effet des fluctuations défavorables des variables économiques sur leurs *cash flows* ou sur leur valeur, soit par l'utilisation des produits dérivés. La politique mise en place pour gérer les expositions varie certainement d'une entreprise à une autre. Le paragraphe suivant décrit quelques aspects de la politique de gestion des risques. Il rapporte, essentiellement, les réponses aux questions suivantes :

1. Le ratio de couverture est-il égal à l'unité ?
2. Existe-t-il un comité qui s'intéresse à la gestion des risques ?
3. L'activité de gestion des risques est-elle centralisée ?
4. Quelle variable l'entreprise cherche-t-elle à gérer ?
5. Quel est l'horizon de la couverture ?

Concernant le taux de couverture des expositions, les résultats révèlent qu'environ 77% des entreprises pratiquent une couverture sélective au lieu d'une couverture totale. Le fait que le ratio de couverture soit inférieur à l'unité signifie que les entreprises fixent des stratégies qui permettent un compromis entre la stabilité des *cash flows* atteinte par la couverture et les gains de spéculation. Stulz (1996) considère que la gestion des risques n'implique pas leur minimisation par le biais de programmes de couverture qui réduisent la variance. Elle suppose aussi d'accepter certains risques pour d'autres considérations, comme par exemple, l'espoir de réaliser un rendement anormal en prenant une position particulière. Par ailleurs, il voit dans la couverture un moyen d'éviter la faillite, en préservant la flexibilité indispensable pour saisir les opportunités d'investissement. La capacité de l'entreprise à supporter une perte due à la spéculation dépend de sa santé financière et

de la structure de son capital. Par conséquent, une entreprise non exposée à une faillite peut, en s'appuyant sur les prévisions des fluctuations du marché faites par les dirigeants, choisir un faible niveau de couverture. Si les fluctuations sont plutôt défavorables, la perte n'entame pas la capacité de l'entreprise à continuer son activité. Lorsque l'entreprise a déjà atteint le stade de la faillite, les créanciers et les actionnaires n'ont plus aucun intérêt que l'entreprise réduise les risques. À ce stade, le dirigeant essaie de maximiser la valeur de l'entreprise en s'engageant dans des positions spéculatives. Il espère ainsi réaliser des gains anormaux qui lui permettront de sauver l'entreprise de la faillite. Dans ces conditions, il a intérêt à choisir un faible niveau de couverture. En revanche, des fluctuations défavorables des *cash flows* peuvent présenter un danger pour les entreprises qui sont dans une situation médiane au regard de la faillite. Par conséquent, ces dernières se couvriront plus naturellement. Dans le même ordre d'idée, Schrand et Unal (1998) suggèrent qu'un ratio de couverture soit inférieur à l'unité.

Dans 60% des cas, la firme dispose d'un comité en charge de la gestion des risques financiers. De plus, l'activité de gestion des risques est centralisée pour toutes les entreprises, c'est-à-dire qu'elle n'est jamais décidée au niveau des divisions et départements.

Parmi les quatre variables qui peuvent faire l'objet de la gestion des risques (le bénéfice comptable, les *cash flows*, la valeur de marché de l'entreprise), la couverture du bénéfice comptable est la plus citée par les entreprises (60% des cas). Ce résultat contredit la théorie qui préconise de s'intéresser aux fluctuations des *cash flows*. Bodnar et al. (1995) trouvent que la couverture du bénéfice comptable est un objectif important dans 28% des entreprises tandis que la minimisation des fluctuations des *cash flows* l'est dans 67%. Mallin et al. (2001) constatent que la plupart des entreprises (53%) cherchent à gérer les fluctuations du bénéfice comptable. Dans le cas de notre échantillon, la couverture des fluctuations des *cash flows* est également citée par les répondants (56,66%). Mais, seulement 30% des entreprises couvrent la valeur de marché de la firme.

La question suivante concerne l'horizon de la couverture. En d'autres termes, elle vérifie si l'entreprise tend à couvrir les engagements contractuels, les transactions espérées sur un horizon de plus d'un an, celles de moins d'un an ou l'exposition compétitive. La fixation de l'horizon de la couverture est délicate. Pour couvrir le risque de matière, l'en-

treprise doit-elle se limiter aux carnets de commande donnant lieu à des consommations de matières premières ou doit-elle plutôt prendre en compte des expositions plus stratégiques ? Les expositions stratégiques concernent, par exemple, le risque de compétitivité qui se matérialise par l'impact indirect d'une fluctuation défavorable du prix des matières premières. Les entreprises peuvent aussi être amenées à couvrir des expositions probables. C'est par exemple le cas d'un groupe qui choisit de gérer un portefeuille de contrats de vente en cours de négociation. ■ 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 chute 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, c'est-à-dire la relation entre le chiffre d'affaires et/ou la marge et le niveau des taux d'intérêt ? ■³

Environ 77% des entreprises tendent à couvrir les engagements contractuels et 40% les transactions à long terme. Environ 37% s'intéressent aux transactions espérées sur un horizon inférieur à une année. Toutefois, l'exposition compétitive n'est prise en compte que par très peu d'entreprises (13,33%). Dans l'étude de Mallin et *al.* (2001), 82,6% des entreprises utilisent des produits dérivés pour gérer les engagements contractuels. Cependant, la gestion de l'exposition compétitive n'est considérée que par 22,4%.

2.1.3 Les déterminants de la gestion des risques financiers

La littérature théorique (Stulz, 1984; Smith et Stulz, 1985; Myers et Smith, 1987, Froot et *al.*, 1993) a présenté la couverture comme un moyen qui permet d'augmenter la valeur de l'entreprise parce qu'elle aide à :

- réduire les impôts à payer,
- augmenter la trésorerie et réduire les coûts du financement externe,
- améliorer la capacité d'endettement,
- éviter la faillite,
- rassurer les créanciers.

³Rolland A., "Gestion intégrée des risques dans les entreprises non financières : l'impact des réglementations internationales", Assurances, volume 68, n°3, 2000, p338

Nous avons voulu vérifier si ces raisons étaient évoquées par les entreprises enquêtées. Il ressort de la lecture du graphique (2) que 73% des entreprises gèrent leurs risques financiers dans le dessein d'augmenter leur trésorerie et 30% pour améliorer leur capacité d'endettement ou accroître leur pouvoir de négociation. La réduction d'impôt n'a été évoquée que dans 17% des cas et seules 10% des entreprises veulent rassurer leurs créanciers.

FIG. 2 – Pourquoi gère-t-on les risques financiers ?

2.2 L'utilisation des produits dérivés

Cette sous-section traite de la décision d'utilisation des produits dérivés, de la mise en place d'un programme de gestion des risques financiers par les produits dérivés et des procédures de suivi et d'évaluation du portefeuille d'instruments de couverture.

2.2.1 Les raisons de la non utilisation des instruments dérivés

À l'aide d'une question à choix multiples, les entreprises sont invitées à choisir les facteurs les plus importants qui légitiment la non-utilisation des produits dérivés. Comme en témoignent les résultats présentés dans le tableau (3), pour 33% des entreprises, l'absence d'exposition significative aux risques financiers justifie la non-utilisation des produits dérivés. Dans les études de Bodnar et *al.* (1995), Berkman et *al.* (1997) et Mallin et *al.* (2001), cette raison est avancée respectivement par 60% des entreprises pour les deux premières études et 52% pour la dernière. Dans notre échantillon, 50 % affirment ne pas se couvrir parce qu'elles gèrent leurs expositions autrement. Pour 17% des entreprises, le niveau des coûts de transaction liés à l'achat ou à la vente des produits dérivés constitue un obstacle à la couverture.

2.2.2 L'utilisation des produits dérivés dans la gestion des risques

A. Les types d'instruments de couverture utilisés.

Le tableau (4) et le graphique (3) récapitulent les différents instruments financiers utilisés par les entreprises pour couvrir leurs expositions. Le contrat à terme *Forward*

TAB. 3 – Les raisons de la non utilisation des produits dérivés.

Le tableau présente le pourcentage des entreprises citant le facteur comme raison importante justifiant le non recours aux produits dérivés pour la couverture de leurs expositions.

Facteur	Pourcentage
L'exposition aux risques financiers n'est pas significative	33
Les expositions sont effectivement gérées par d'autres moyens	50
L'information et l'expertise nécessaires à un programme d'utilisation de dérivés ne sont pas suffisantes	0
L'évaluation des produits dérivés est difficile	0
Il existe un souci concernant le traitement comptable des produits dérivés	0
Il existe un souci concernant la perception de l'utilisation des produits dérivés par les investisseurs et les créanciers	0
Les coûts de transaction liés à l'achat ou à la vente des dérivés sont élevés	17
Les coûts de l'établissement et de la maintenance d'un programme d'utilisation des produits dérivés excèdent les bénéfices espérés	0

semble être le produit dérivé le plus utilisé par les entreprises pour couvrir leur risque de change bien que l'usage des options et des swaps soit aussi significative. Pour la gestion du risque de taux, les instruments les plus utilisés sont respectivement le swap et l'option. Les entreprises de l'échantillon étant faiblement exposées au risque de prix de matière, il est difficile de porter un jugement sur son moyen de couverture. Ces résultats concordent avec ceux des études précédentes. En particulier, Mallin et *al.* (2001) rapportent que les instruments les plus employés par les entreprises britanniques sont dans l'ordre : les forwards, les options et les swaps pour la gestion du risque de taux de change et les swaps et les options pour la gestion du risque de taux d'intérêt.

TAB. 4 – Les types de produits dérivés utilisés ?

Ce tableau présente le nombre d'entreprises par instrument dérivé utilisé. Le nombre d'entreprises qui utilisent des produits dérivés s'élève à 48.

Instrument dérivés	Le risque de change	Le risque de taux d'intérêt	Le risque de prix
Contrats à terme <i>Forward</i>	30	8	4
Contrats à terme <i>Future</i>	6	8	6
<i>OTC options</i>	26	26	2
<i>Exchange traded-options</i>	6	6	4
Swaps	26	38	0
Autres	5	6	2

FIG. 3 – Types de produits dérivés utilisés

B. La mise en place de programmes d'utilisation des produits dérivés

La question 18 identifie l'initiateur du programme d'utilisation des produits dérivés. Dans la majorité des cas (environ 71% des cas), le directeur financier décide de la mise en place du programme. 58% des entreprises confient cette tâche à un autre cadre, généralement au trésorier, qui agit seul ou en collaboration avec le directeur financier. Ceci confirme les profondes évolutions de la fonction du trésorier qui du traditionnel gestionnaire de flux, devient un gestionnaire de risques (Rolland, 2000). Ainsi, ses responsabilités s'étendent à la gestion des risques de liquidité, de change, de taux d'intérêt ou même des risques sur matières premières. Les répondants notent que ces cadres (le directeur financier ou le trésorier) travaillent généralement en liaison avec la Direction Générale sur la détermination de l'approche de la société en matière de gestion des risques.

Dans environ 10% des cas, la couverture par les produits dérivés est imposée par le banquier. Ces entreprises précisent même, que les banquiers incluent des clauses imposant la couverture du risque de taux dans les contrats de prêt et obligent souvent à contracter les produits dérivés dans leurs établissements. Ainsi, de nombreux prêts sont octroyés avec un swap de taux d'intérêt. D'ailleurs, les entreprises interrogées sur la présence de banquiers en qualité de contrepartistes, répondent par l'affirmative dans 87,5%. Il est manifeste que le secteur bancaire joue un rôle actif dans la généralisation de l'usage des produits dérivés dans les entreprises non financières françaises.

C. Les risques attachés à l'utilisation des produits dérivés

Si les instruments dérivés sont utilisés pour gérer les risques financiers, ils peuvent exposer l'entreprise à d'autres types de risque tels que le risque de marché, le risque opérationnel, le risque de défaut ou le risque légal.

- Le risque de marché est le risque de perte due à une variation de la valeur de l'instrument dérivé ou de l'actif sous jacent.
- Le risque opérationnel résulte des défaillances dans les systèmes de gestion et de contrôle interne ou d'erreurs humaines. Il est lié à la sophistication des instruments financiers, leur comptabilisation et leur suivi. Ce risque se manifeste aussi par les erreurs dans le traitement d'opérations liées à l'utilisation des produits dérivés.
- Le risque de défaut est défini comme la probabilité que la contrepartie du contrat

dérivés ne puisse faire face à ses engagements. Il concerne surtout les contrats dérivés négociés sur le marché de gré à gré.

- Le risque juridique provient de l’incapacité légale à exécuter le contrat, soit en raison d’un vice de forme, soit du fait de la faillite de la contrepartie. Ce risque est dû notamment au fait que les financiers peuvent ne pas avoir les connaissances juridiques appropriées pour traiter des produits dérivés qui sont des contrats d’essence juridique.

Dans 70% des cas, les entreprises de l’échantillon affirment se soucier du risque de marché, dans 23% du risque opérationnel et dans 30% du risque de défaut. Quant au risque juridique, il n’est pris en compte que par 1% des entreprises enquêtées.

2.3 Les procédures de contrôle et de suivi

Cette sous section est consacrée aux systèmes de contrôle interne et de suivi de l’utilisation des produits dérivés. Le tableau (5) montre qu’environ 71% des utilisateurs de produits dérivés sont au fait des derniers instruments disponibles et des développements théoriques. Ce pourcentage est comparable à ceux trouvés dans les études précédentes (Bodnar et *al.*, 1995 ; Mallin et *al.*, 2001).

TAB. 5 – Les entreprises sont-elles au courant des dernières innovations en matière de produits dérivés.

	Nombre d’entreprise	Pourcentage des entreprises
Oui	34	70,84
Non	14	29,17
Total	48	100

Les entreprises enquêtées sont ensuite interrogées sur la fréquence avec laquelle les personnes en charge de la gestion des produits dérivés effectuent un rapport d’activité au conseil d’administration. Le graphique (4) fait apparaître que seules 21% des entreprises ne retiennent pas une fréquence pré-définie. Ce pourcentage est largement inférieur aux résultats de Mallin et *al.* (2001) qui constatent que 48% des entreprises de l’échantillon n’a pas une fréquence précise de présentation d’un compte rendu aux directeurs. On peut penser que les entreprises françaises sont plus strictes dans le contrôle de l’activité

d'utilisation des produits dérivés.

FIG. 4 – Fréquence de la déclaration de l'usage des dérivés au conseil d'administration.

Le suivi et le contrôle de l'activité d'utilisation des produits dérivés nécessitent une réévaluation périodique du portefeuille d'actifs. Le tableau (6) reprend les fréquences de réévaluation du portefeuille de produits dérivés pour l'ensemble de l'échantillon étudié. La plupart des entreprises réévaluent leur portefeuille chaque mois.

TAB. 6 – La fréquence de réévaluation du portefeuille des produits dérivés.

	Nombre d'entreprises	Pourcentage
Au jour le jour	8	16,67
Chaque semaine	12	25
Chaque mois	18	37,5
Chaque année	0	0
En cas de nécessité	10	20,83
Total	48	100

Pour quantifier le risque de portefeuille, les entreprises ont dû choisir entre trois possibilités⁴ : la Valeur en Risque (ou *Value At Risk* : VAR), les analyses de scénarios et une méthode à préciser par le répondant. La Valeur en Risque mesure la perte potentielle due à la survenance d'un événement défavorable. L'analyse des scénarios peut être de deux types : "*stress-testing*" ou "*back-testing*". Le premier type d'analyses permet de déterminer la valeur en risque "extrême" correspondante pour une durée de détention de l'instrument financier déterminée. Cette valeur en risque extrême peut se définir comme l'exposition au risque d'un instrument de marché, calculée dans des conditions extrêmes de marché. Le second type d'analyses permet de déterminer les pertes et les profits quotidiens de *trading* (présentés sous forme de courbe ou d'histogramme). Afin d'identifier et de quantifier les risques, la comparaison (le contrôle *ex-post* ou "*back-testing*"), à intervalles réguliers, des estimations journalières de perte potentielle avec les profits et les pertes correspondants est indispensable puisqu'elle permet d'évaluer la stratégie de couverture adoptée.

⁴Nous nous intéressons aux nouvelles métriques de gestion des risques. Parmi les outils de mesure des risques les plus anciens, il est important de citer : la duration et la sensibilité qui sont notamment réservées aux risques de taux d'intérêt.

Les réponses montrent qu'environ 46% des entreprises utilisent l'analyse des scénarios pour évaluer leur portefeuille des produits dérivés et 25%, la VAR. Parmi les entreprises qui ont opté pour le troisième choix, 67% indiquent utiliser la méthode "*mark-to-market*". Il s'agit d'une technique de calcul des profits et des pertes qui consiste à comparer quotidiennement le cours de compensation du jour avec le cours auquel le contrat a été négocié, c'est-à-dire la valorisation au juste prix.

3 Conclusion

Cette enquête sur la pratique de la gestion des risques financiers conduite auprès d'un échantillon d'entreprises françaises a permis à la fois d'identifier les principaux risques auxquels sont exposées les entreprises, de déceler les raisons pour lesquelles elles sont amenées à les gérer et de constater qu'un grand nombre d'entre elles ont un comportement actif en matière de couverture.

Les entreprises de l'échantillon sont principalement exposées aux risques de taux d'intérêt et de change. Conscientes de cette réalité, elles adoptent une politique prudente et en même temps active à l'égard du risque. Ceci les conduit à gérer les expositions aux risques financiers de façon sélective en ayant recours principalement aux produits dérivés. En privilégiant une couverture sélective plutôt qu'une couverture totale, elles recherchent un compromis entre la stabilité des *cash flows* qu'offre la couverture et les gains de spéculation.

Le fort taux d'utilisation des instruments de couverture reflète le développement de l'industrie des produits dérivés et la propension des entreprises à y recourir pour se couvrir. Le succès de tels instruments tient au fait qu'ils offrent plus de flexibilité qu'une gestion opérationnelle qui demande d'agir sur les politiques financières fixées sur le long terme.

L'amélioration de la trésorerie constitue la principale raison pour laquelle les entreprises gèrent leur exposition. Mais, elles voient aussi dans la gestion des risques un moyen d'améliorer leur capacité d'endettement et leur pouvoir de négociation des conditions de crédit.

BIBLIOGRAPHIE

1. BERKMAN, H., Bradbury, M.E. et Magan, S., "An international comparison of derivatives use", *Financial Management*, 26 (4), 1997, pp. 69-73.
2. BODNAR G.M., HAYT, G.S., MARSTON, R.C et SMITHSON, C.W., "Wharton survey of derivatives usage by U.S non financial Firms", *Financial Management*, 24, Summer 1995, pp. 104-114.
3. BODNAR, G.M., HAYT, G.S. et MARSTON, R.C., "1995 Wharton survey of derivatives usage by US non-financial firms", *Financial Management*, 25, 1996, pp. 113-133.
4. BODNAR, G.M., HAYT, G.S. et MARSTON, R.C., "1998 Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms", *Financial Management*, 27(4), 1998, pp. 70-91.
5. DE CEUSTER, M.J., LAVEREN, E. et LODEWYCKX, J., "A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium", *European Financial Management*, Vol. 6, N°3, September 2000, pp. 301-308.
6. FROOT, K.A., SCHARFSTEIN, D.S. et STEIN, J.C., "Risk management : coordinating Corporate investment and financing Policies", *Journal of Finance*, n°5, December 1993, pp 1629-1658.
7. GRANT, K. et MARCHAL, A.P., "Large UK companies and derivatives", *European Financial Management*, 52, 1997, pp 191-208.
8. LA BAUME, C. ROUSSET, A. et TAUFFLIEB, C.H., *Couverture des risques de change et de taux dans l'entreprise*, 1999, Ed. AFTE : Economica.
9. MALLIN, C., OW-YONG, K. et REYNOLDS, M., "Derivatives usage in UK non-financial listed companies", *The European Journal of Finance*, 7, 2001, pp. 63-91.
10. PHILLIPS, A., "1995 derivatives and instruments survey", *Financial Management*, Summer 1995, pp. 115-125.
11. ROLLAND, A., "Gestion intégrée des risques dans les entreprises non financières : l'impact des réglementations internationales", *Assurances*, vol. 68, n°3, 2000, pp 333-354.

12. SCHRAND, C. et UNAL, H., "Hedging and Coordinated Risk management : Evidence from Thrift conversions", *Journal of Finance*, n°3, June 1998, pp. 979-1013.
13. SMITH, C.W., "Corporate risk management : theory and practice", *The Journal of Derivatives*, Summer 1995, pp 21-30.
14. SMITH, C.W. et STULZ, R.M., "The determinants of Firms' hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, pp. 391-405.
15. STULZ, R., "Optimal hedging policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1984, pp. 127-139.
16. STULZ, R., "Rethinking Risk management", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, pp. 8-24.

