

L'avis de l'expert

Abus de marché: pas de la Suisse vers l'Europe

Réglementation La CFB renforce les devoirs de bonnes pratiques boursières des banques



Lionel Aeschlimann*

Le 1er mai 2008 est entrée en vigueur une nouvelle circulaire de la Commission fédérale des banques (CFB) visant à prévenir les abus de marché. Alors même que le parlement a récemment décidé d'élargir le champ d'application de l'article du code pénal sur les délits d'initiés, la CFB s'attache ainsi à renforcer l'arsenal existant en matière de lutte contre les comportements abusifs en matière financière. Voilà qui devrait contribuer à renforcer l'image et la réputation de notre place financière.

Contrairement à l'Union européenne, la Suisse se caractérise par une approche quelque peu morcelée. C'est en effet au travers d'une série de décisions concrètes, rendues petit à petit par la CFB dans le cadre de procédures spécifiques ouvertes contre des banques, qu'a

fini par se tisser l'ouvrage. Cette approche a reçu la bénédiction du Tribunal fédéral le 2 février 2000, dans un arrêt Biber Holding SA (ATF 2A.230/1999). Dans cette affaire, notre haute cour avait confirmé qu'une banque ne saurait profiter d'informations privilégiées pour se débarrasser d'actions au détriment du marché. Elle avait au passage également reconnu la valeur de l'art. 3 al. 2 lit. c de la loi sur les banques (LB) comme base légale suffisante pour appréhender toutes sortes de comportements jugés contraires à la bonne foi ou aux bonnes pratiques en matière bancaire.

Objectifs ambitieux

La circ.-CFB 08/1 s'inscrit dans le prolongement de l'arrêt Biber. Ses objectifs sont plutôt ambitieux, puisqu'elle vise non seulement à informer sur la pratique existante, mais également à «établir des règles de conduite pour tous les intermédiaires financiers soumis à surveillance dans le domaine du négoce des valeurs mobilières». Optant pour une approche basée sur des principes, la nouvelle circulaire indique quatre

grands groupes de comportements prohibés.

Ainsi, et c'est le premier principe, le négoce de valeurs mobilières ne doit pas s'effectuer sur la base d'informations confidentielles. C'est l'interdiction de l'usage, et de la divulgation, abusif d'informations. Parmi les exceptions à la règle figurent les opérations qui, malgré la connaissance d'informations confidentielles, auraient été effectuées sans celle-ci, de même que la poursuite d'une stratégie d'investissement préalable mise en place indépendamment des informations confidentielles.

Conformément au second principe, toute opération sur valeurs mobilières doit présenter une justification économique. Les transactions fictives, de même que celles qui visent à créer l'apparence d'une activité de négoce, sont prohibées. Sont visés ici les cas de manipulation de marché, pris au sens large. Tout comme en droit européen, les opérations de stabilisation de cours demeurent admises, pour autant qu'elles respectent certaines conditions.

Toute diffusion d'informations fausses, incomplètes ou trompeu-

ses à propos de valeurs ou d'émetteurs dans le but de tromper d'autres participants au marché sera par ailleurs sanctionnée. On parle ici de tromperies de marché.

Enfin, et c'est le quatrième principe promulgué par la circ.-CFB 08/1, toute opération sur valeurs mobilières doit être exécutée conformément au principe de la bonne foi et dans le respect des règles de conduite de l'art. 11 de la loi sur les bourses.

Comme la CFB ne dispose pas de compétence pour surveiller les investisseurs eux-mêmes, les banques et négociants devront donc éviter de prêter leur concours actif à des opérations dont elles ont toutes les raisons de douter du caractère légitime. Même si ce texte ne saurait être interprété comme rendant les banques responsables des opérations de leurs clients, il confirme un devoir général d'abstention. Cela reste toutefois un point où le droit suisse demeure en deçà du droit européen, lequel prévoit une obligation de communication aux autorités.

*Associé, Schellenberg Wittmer, avocats, www.swlegal.ch

Chronique des convertibles

Après les pics, les primes de risque sont en baisse



Giuseppe Mirante*

Il va sans dire que les obligations convertibles ont constitué une alternative de choix dans cette période de marchés baissiers. En effet, depuis le début de l'année 2008, l'indice des obligations convertibles mondiales, calculé par UBS, montrait que cette classe d'actifs ne perdait, au 30 avril 2008, qu'un bien faible 3,3% (en francs). Ceci alors que les actions mondiales (MSCI World en francs) sont encore en baisse de plus de 13%, et ceci malgré le rebond qui a eu lieu depuis le 17 mars.

Plus importante encore, la volatilité des convertibles, c'est-à-dire le risque qu'elles représentent concrètement pour l'investisseur, est près de trois fois inférieure au risque engendré par un investissement en actions. En effet, l'effet protecteur et «amortisseur» de la va-

leur obligataire contenue dans chaque obligation convertible prend tout son sens dans ces phases de marchés fort chahutés.

Ces chiffres sont intéressants. Cependant, il faut encore tenir compte de la variation des fameux «credit spreads» (écarts de crédit) pour se faire une idée pertinente de la bonne tenue des convertibles, et ceci au-delà des chiffres absolus ou relatifs de performance, car tout compte fait les convertibles restent *in fine* un instrument obligataire.

Il est possible de calculer la variation de l'appréciation de la qualité de crédit du marché des convertibles en allant mesurer, via des modèles d'évaluations ad hoc, les OAS («Option Adjusted Spreads»), qui, en termes simplistes, constituent la mesure de l'écart «implicite» moyen de rendement au-dessus du taux sans risque. Ainsi, un OAS de 100 points de base voudra dire que, compte tenu des conditions de marché en vigueur, la prime de risque des convertibles doit être évaluée au taux sans risque actuel (en Suisse, le taux sans risque à 3 mois est de 2,80%) augmenté de 1,00%, soit un taux total de 3,80%. Cet écart de rendement est une valeur qui évolue dans le temps en fonction des aléas du marché des crédits.

Plusieurs informations peuvent en être tirées. Premièrement, il vrai que les convertibles ont souffert (comme les obligations ordinaires d'ailleurs!) depuis leur niveau le plus bas enregistré début juillet 2007. Ainsi, l'OAS indiquait à cette époque seulement 35 points de base, soit une très, voire trop faible prime de rendement au-dessus du taux sans risque. Ce même indicateur affiche aujourd'hui 316 points de base, après avoir atteint un plus haut de 346 points il y a un mois. Deuxièmement, la valeur actuelle de cet OAS est maintenant définitivement sortie d'une zone bien trop faible (50 à 100) qui perdurait depuis quatre ans. Cela était fort prévisible, vu la qualité intrinsèque du marché des convertibles. Troisièmement, l'effet de contagion des «subprime» a bel et bien eu des effets néfastes sur le marché des convertibles et des crédits en général, même si le secteur bancaire n'est finalement que très peu représenté via cet instrument. C'est pourquoi les niveaux actuels sont maintenant exagérément élevés par rapport à la fourchette historique à long terme des convertibles, qui se situe entre 200 et 300 points. Ainsi, cette situation présente des similitudes importantes à la période 2002-2003, qui avait vu bondir ces «credit spreads» de 200 à près de 400 points de base en l'espace de 6 mois, suite aux affaires de scandales financiers (Enron) et aux problèmes de trésorerie et de financement que certaines grandes sociétés (Nutricia, Ahold...) avaient dû affronter à l'époque.

En conclusion, il y a maintenant fort à parier sur une contraction de ces OAS, de la même manière qu'en 2003, surtout si l'embellie des marchés continue de se confirmer. Les gestionnaires en obligations convertibles feraient donc bien de tableur sur ce facteur, s'ils veulent espérer rattraper les dégâts encourus par leur exposition aux marchés boursiers, et terminer 2008 encore avec une performance absolue positive.

* IFP Fund Management SA, Pully, gmirante@ifp.ch. Responsable de la gestion des fonds IFP Fund Global Convertible Bonds.

Private banking

Les produits agricoles jouent un rôle de bouclier contre l'inflation



Gary Dugan*

L'explosion mondiale du prix des produits agricoles, du blé au maïs, renforce l'attrait des matières premières agricoles en tant que catégorie d'actif alternative. Un nombre croissant d'investisseurs prend conscience du rôle de bouclier contre l'inflation que les produits agricoles de base peuvent être amenés à jouer dans un portefeuille.

Les matières premières peuvent offrir une protection efficace contre l'inflation. Des mé-

taux aux céréales, elles peuvent représenter un gage de stabilité pendant les phases de volatilité des marchés boursiers. Lorsque le cours des actions recule, le prix des matières premières a tendance à augmenter. Alors que les marchés boursiers et obligataires commencent généralement à anticiper une récession avant que le ralentissement ne se produise, les matières premières continuent à prospérer tant que la demande dépasse l'offre.

La croissance économique fulgurante de la Chine et de l'Inde alimente l'explosion mondiale des matières premières. La hausse de la demande de récoltes dédiées aux biocarburants s'est traduite par un accroissement des besoins en blé et en maïs. Le passage des combustibles fossiles à l'énergie verte devrait accélérer

la demande en biocarburants à mesure que le monde prend conscience de la gravité des problèmes liés au changement climatique.

L'envolée du prix des matières premières agricoles est également induite par la croissance de la population mondiale, la pénurie de surfaces arables, l'instabilité politique et l'occidentalisation des habitudes alimentaires dans les pays émergents.

Nous estimons que la vague haussière des matières premières pourrait s'étendre sur une période de 20 ans ponctuée de corrections brutales.

Les matières premières ont généré de robustes rendements en 2007 et les prix comptants du pétrole, de l'or, du blé et du maïs ont battu des records.

Le secteur énergétique con-

voite les surfaces agricoles des fabricants alimentaires pour produire des biocarburants. L'essor rapide de l'industrie de l'éthanol et du biodiesel au cours de la dernière décennie a tiré les prix des matières premières agricoles vers le haut.

La pénurie de surfaces arables, la désertification régionale, le manque d'eau et les accidents climatiques devraient vraisemblablement freiner la croissance de la production agricole pour de nombreuses années. Les mauvaises conditions météorologiques en Europe, en Australie, au Canada et en Chine ont fait monter en flèche les prix du blé.

La forte demande en aliments à base de protéines dans les pays émergents, la hausse de la production de biodiesel et la part belle accordée à la production de

maïs aux Etats-Unis ont entraîné l'envolée des prix du soja en 2007.

L'essor des matières premières ne passe pas inaperçu. L'intérêt pour l'agriculture en tant que catégorie d'actif se reflète dans le nombre d'ETF et de produits structurés liés aux matières premières proposés aux investisseurs.

Au moment d'examiner l'allocation des actifs dans leur portefeuille, il est dans l'intérêt des investisseurs de noter que les produits agricoles de base peuvent offrir une protection efficace contre le risque que l'inflation fait peser sur leur patrimoine.

* Chief Investment Officer, Merrill Lynch Global Wealth Management, EMEA.

PUBLICITÉ

Promesses ou Résultats ?



Banque SYZ & CO SA
Genève | Zurich | Lugano | Locarno
www.oysterfunds.com

OYSTER Funds



Les performances passées ne constituent pas une garantie des résultats à venir. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts. OYSTER est une SICAV de droit luxembourgeois. Le prospectus et les derniers rapports annuels et semestriels peuvent être obtenus sans frais auprès de la Banque SYZ & CO SA, Rue du Rhône 30, C.P. 5015, CH - 1211 Genève 11, représentant et agent payeur en Suisse.