

# LES OPCVM GARANTIS : QUELS EN SONT LES PRINCIPES DE FONCTIONNEMENT ET QUELS RISQUES FONT-ILS PESER SUR LE MARCHÉ ?

VÉRONIQUE LEROUX \*

**L**ancés au début des années 1990, les fonds garantis n'ont cessé de se développer en France depuis lors, s'adaptant comme des caméléons à toutes les configurations de marché. Alors qu'on aurait pu penser que le mouvement de baisse des taux allait leur être fatal en raison des niveaux de garantie toujours plus faibles qu'ils offraient (cf. encadré 1), il n'en a rien été. Cette chronique d'une mort annoncée a été démentie par les faits et l'engouement pour les fonds garantis, loin de se tarir, s'est au contraire renforcé.

135

Rebondissant sur les écueils de l'année 1994, les produits garantis ont utilisé comme tremplin les pertes en capital subies par la plupart des investisseurs (cf. tableau 1). La sensibilité accrue aux risques de marché et aux risques de défaut -après la faillite de la banque Pallas Stern- a favorisé la demande de produits plus courts, moins volatils, offrant une garantie de capital et si possible de performance. Le besoin de sécurité est devenu prédominant, si bien que les marges de manoeuvre octroyées autrefois aux gestionnaires, notamment sur les produits de taux, sont devenues plus étroites, voire inexistantes. Les garanties ont pris une forme contractuelle et sont même parfois requises sur des OPCVM monétaires.

Après avoir expliqué le fonctionnement des produits garantis et décrit les tendances récentes, nous analyserons leur impact sur le marché boursier. Suite au remboursement de l'emprunt Balladur en juillet prochain, le développement probable de ces produits dans le cadre des PEA risque-t-il de déstabiliser le marché et accentuer la baisse en cas de krach ? Présentent-ils un danger pour l'équilibre du marché des actions françaises ?

---

\* Directeur général adjoint, Dresdner RCM Gestion (groupe Dresdner Bank).

### *Fonctionnement des produits garantis*

Alors que le krach de 1987 était encore présent à l'esprit de nombreux investisseurs, les campagnes de commercialisation des OPCVM actions garantis autour du thème « la Bourse sans le risque ou comment profiter des hausses sans pâtir des baisses » a trouvé un écho très favorable auprès des particuliers. Ce type de produit permettait en apparence d'offrir « le beurre et l'argent du beurre » et bien peu d'investisseurs en ont compris le fonctionnement.

Le principe de fonctionnement de ces produits garantis est pourtant très simple et peut se résumer de la manière suivante. Les produits de taux offrant à la fois une garantie de capital et de performance s'apparentent à des obligations zéro-coupon, remboursées au pair et assorties d'un seul coupon versé à l'échéance du produit. Les produits garantis sur les marchés boursiers garantissent également le capital initialement souscrit ainsi qu'un pourcentage d'indexation à la hausse du marché sous-jacent à l'échéance. Pour gérer ces fonds, le gestionnaire achète des obligations zéro-coupon pour garantir le capital à l'échéance et une option longue pour assurer l'indexation au marché boursier (cf. encadré 1).

136

Les premiers fonds garantis ont été montés en offrant aux souscripteurs un pourcentage d'indexation sur la performance du CAC 40 entre deux dates. Le handicap majeur de ces produits était leur dépendance vis-à-vis de la date d'échéance. Une baisse brutale du CAC 40 à la fin de la vie du produit pouvait annihiler toute la performance engrangée au cours de la vie du fonds. Pour protéger le souscripteur de cet « effet de cloche », de nombreuses sophistications ont été introduites par la suite pour que la performance d'un fonds garanti ne dépende plus seulement de la valeur de l'indice de référence à la date d'échéance, mais aussi du chemin parcouru par l'indice pendant la vie de l'option. L'imagination florissante des financiers a permis l'émergence d'un grand nombre d'options « exotiques », phénomène souhaitable pour peu que l'investisseur final en comprenne le mécanisme, le coût implicite et les « risques » induits (cf. encadré 2).

### *Les tendances récentes*

Si le krach de 1994 a donné un nouveau coup de fouet à ces produits garantis, ils sont aujourd'hui moins attractifs d'un strict point de vue marketing. La baisse des taux qui s'est produite en Europe a sensiblement réduit le niveau d'indexation offert. Mais paradoxalement, le faible niveau des taux pousse les investisseurs à chercher des supports d'investissement qui offrent de bonnes perspectives de rentabilité, même s'ils ne sont pas prêts à en assumer les risques. Dans ce contexte, la

gestion à base de garantie prend tout son sens pour peu que l'on en maîtrise le fonctionnement et que le profil de gain soit parfaitement connu dans toutes les configurations de marché.

Pour doper un portefeuille investi sur les produits de taux, on peut par exemple, dans le contexte actuel, chercher à tirer profit des performances des marchés boursiers en protégeant le capital initialement investi. Le coût implicite de l'option apparaît au travers des simulations à réaliser sur l'évolution des indices sous-jacents à l'option, simulations qui intègrent les dividendes et les avoirs fiscaux dans le cas d'une stratégie non couverte par une garantie et qui au contraire ne retiennent que l'indice nu dans le cas d'une stratégie garantie. L'achat ou non d'une option dépend alors d'un calcul probabiliste sur les scénarios de marché et de l'aversion au risque de l'investisseur.

En tout état de cause, anticiper une tendance haussière sur les marchés boursiers est tout à fait justifié dans un environnement caractérisé par le faible niveau des taux. Toutefois, pour respecter des règles de prudence élémentaires, il est toujours préférable d'utiliser les techniques de diversification internationale qui sont couramment utilisées dans la gestion de portefeuille. Si pour des raisons fiscales dans le cadre des PEA, de nombreux fonds garantis actions sont indexés sur les performances du CAC 40, il est sans doute plus profitable pour un même niveau de risque de choisir un panier d'indices boursiers internationaux, couvert ou non contre le risque de change. Le fait d'introduire ou non une garantie ne doit pas nous interdire, bien au contraire, de choisir la référence qui offre le meilleur couple rentabilité/risque.

137

L'augmentation de la rentabilité d'un portefeuille ne passe pas forcément par la mise en place de stratégies tendanciennes. Grâce à la souplesse qu'offrent les produits garantis, on peut également tirer profit d'une quasi stabilité des marchés. Ainsi par exemple, un investisseur qui pense que les taux courts vont rester stables en 1997 en raison des faibles pressions inflationnistes, peut envisager deux types de stratégies :

- augmenter la durée de son portefeuille de taux pour tirer profit d'un portage positif, avec ou sans garantie. Cette stratégie présente l'inconvénient d'exposer le portefeuille aux risques de marchés. Si les opérateurs sont persuadés que les banques centrales vont remonter leurs taux directeurs en raison du regain de croissance prévu pour l'année prochaine, les taux longs peuvent se tendre durablement, comme ce fut le cas en 1994. Ainsi, même si le scénario de stabilité des taux courts se réalise, la stratégie peut se révéler perdante ;

- jouer la stabilité des taux courts au travers de stratégies optionnelles. On peut par exemple verser à un investisseur un coupon supérieur au niveau du PIBOR 3 mois si ce dernier reste inférieur à un niveau fixé

préalablement. Le versement du coupon s'interrompt dès que le PIBOR 3 mois dépasse ce seuil et reprend quand il repasse en dessous. Cette stratégie permet de stabiliser la performance d'un portefeuille global de taux courts, composé d'instruments indexés sur le PIBOR 3 mois et d'une stratégie optionnelle de ce type. Si le PIBOR reste faible, voire continue de baisser, ce qui constitue le scénario central de la stratégie, la rentabilité du portefeuille sera supérieure grâce à ce produit. Si l'inverse se produit, sa rentabilité sera moindre que celle enregistrée par le marché mais le niveau global de rentabilité sera supérieur compte-tenu de la hausse des taux.

Les produits garantis décrits ci-dessus sont tous basés sur une gestion passive. Une stratégie est mise en oeuvre pour une durée déterminée et la performance du fonds garanti dépend alors exclusivement de l'évolution du marché. Pour que ces investissements se révèlent profitables, il faut bien sûr mettre en place une stratégie qui ne soit pas dans le consensus. Dans le cas contraire, son occurrence est déjà « pricée » dans les contrats forward et il n'y a plus rien à en attendre. Or, le problème réside dans le fait qu'il est rarement « confortable » d'être en dehors du consensus et que la plupart des investisseurs finaux n'ont sans doute pas suffisamment d'informations pour être en mesure de prendre de telles décisions. D'où l'idée de laisser une certaine marge de manoeuvre aux gestionnaires pour leur permettre de tirer profit de leur expérience.

De nombreux fonds garantis ont ainsi été montés en 1996, comme par exemple, ceux qui avaient pour objectif de sur-performer le TMP tout en garantissant un niveau de taux plancher (objectif : battre le TMP + y % et avec une garantie à TMP - x %). Dans ce cadre, il est toujours plus difficile pour l'investisseur final d'apprécier le réalisme des objectifs fixés et d'en calculer la probabilité d'occurrence. Même si elle est difficile, cette étape est toutefois indispensable et ne doit en aucun cas être omise sauf à encourir de graves déconvenues à la date d'échéance de la garantie.

Si ce type de fonds garantis est aujourd'hui courant dans la gestion de taux, il l'est moins dans la gestion action qui est restée totalement passive. Or, rien ne le justifie dans la mesure où les performances de certains gestionnaires action en France ont été supérieures à celles de leur indice de référence.

Prenons le cas d'une option d'une durée de 3 ans sur le CAC 40 dont le prix est de 12,2 % et supposons que le niveau des taux et des frais de gestion permette de garantir 100 % de la progression de l'indice CAC 40. Sachant que la sur-performance des OPCVM actions françaises<sup>1</sup> par rapport au CAC 40, dividende réinvesti, est de 3,2 % par an sur les quatre dernières années (sur-performance du premier quartile de l'échan-

1. OPCVM de capitalisation Peables, non investis sur le second marché. Source FININFO.

tillon), on sent intuitivement qu'en laissant une marge de manoeuvre au gestionnaire, il y a moyen d'améliorer la performance. Avec une garantie de capital et en abandonnant 30 % d'indexation, c'est-à-dire en optant pour 70 % d'indexation à la performance du CAC 40, on peut espérer, sur la base des performances passées des gestionnaires, engranger une performance de 12 % par an, sous l'hypothèse que le CAC 40 progresse annuellement de 10 %.

On prend bien sûr le risque de se « tromper » de gestionnaire, mais dans le pire des cas, la performance serait dans cet exemple au minimum de 7 % par an. Ce scénario « catastrophe » est toutefois peu probable car, en observant les performances passées, les écarts négatifs au benchmark n'étaient pas très élevés. En effet, le troisième quartile des OPCVM actions françaises a enregistré une performance sur les quatre dernières années de -3,2 % par rapport à l'indice CAC 40, ce qui donnerait une performance minimum théorique de 8,7 % et non de 7 %. Ces perspectives de performance sont toujours bien sûr à comparer à celles qu'offrent un investissement sans garantie sur le même marché, c'est-à-dire dans cet exemple à un investissement sur le CAC 40, dividende et avoir fiscal réinvestis.

Le remboursement de l'emprunt Ballardur en juillet prochain va sans doute conduire de nombreuses sociétés de gestion à lancer des produits garantis indexés sur le CAC 40, à gestion active ou passive. Quelle incidence ces OPCVM garantis peuvent-ils avoir sur l'évolution du marché ? Sachant qu'ils jouent tous la hausse de la bourse, présentent-ils un risque de déstabilisation en cas de forte chute de l'indice de référence ?

139

### ***L'incidence des produits garantis « Peables » sur les prix des actions françaises***

Les gestionnaires des OPCVM garantis logés dans les PEA sont structurellement acheteurs de paniers d'actions CAC 40. De plus, pour garantir capital et performance, ils négocient un contrat de swap avec une contrepartie qui se dénoue à l'échéance de la garantie. Ce contrat de swap est structuré de la manière suivante : l'OPCVM verse à la contrepartie la performance du CAC 40 (si elle est positive) ainsi que les dividendes et les avoirs fiscaux des paniers d'actions qui sont dans le portefeuille. En échange, il perçoit des flux pour assurer le paiement des frais de gestion et, à l'échéance, il reçoit la performance de l'indice retenu (cf. graphique 2, Contrat de swap entre l'OPCVM et sa contrepartie).

Ces OPCVM, structurellement acheteurs d'actions du CAC 40, favorisent la hausse du marché puisqu'ils parviennent à attirer des clients

averses au risque qui n'auraient jamais investi sur ce type de support sans la garantie qui leur est octroyée. Mais parallèlement, la contrepartie du swap, structurellement vendeuse de put, doit vendre des contrats futurs ou des paniers CAC 40 pour couvrir le risque de marché. Comme le delta de sa position est en général inférieur à 1, elle vend moins d'actions que n'en achète l'OPCVM, d'où l'impact positif sur le marché des actions françaises. Si le marché boursier ne traverse pas de période de turbulence, ces produits garantis ne présentent aucun risque et favorisent au contraire l'expansion du marché en augmentant les volumes de transaction.

Outre l'impact sur l'évolution du marché, ces produits garantis peuvent aussi exercer un effet sur la volatilité. En effet, comme tous les OPCVM garantis jouent la hausse du marché, les établissements contreparties tiennent des books d'options qui sont toutes dans le même sens, ce qui présente un risque en cas de forte instabilité du marché. Pour rémunérer ce risque, ils auront tendance à augmenter la volatilité implicite de l'option qu'ils vendent ce qui pèsera nécessairement sur la volatilité du marché des actions françaises.

Enfin, l'expansion des produits garantis peut également avoir un impact sur les taux des prêts/emprunts de titres. En fonction de la configuration du marché et des positions engrangées dans les livres, l'établissement contrepartie soit empruntera des paniers CAC 40 sur le marché des prêts/emprunts de titres, soit vendra des contrats futurs CAC 40 pour se couvrir. Si le volume des OPCVM garantis augmente, les taux des emprunts de titres peuvent se tendre en raison d'une demande accrue.

L'impact des produits garantis sur l'évolution du CAC 40, de la volatilité et des taux de prêts/emprunts de titres reste néanmoins marginale compte tenu des faibles volumes traités. Dans des conditions de marché habituelles, leur expansion ne pose pas de problèmes. En revanche, si un choc grave venait à déstabiliser le marché français (krach à Wall Street, crise de confiance sur le marché français...), il faudrait s'attendre à une amplification des variations de prix induite par l'existence des produits garantis.

### *Quel impact des produits garantis « Peables » en cas de crise ?*

Que le marché monte ou baisse, le gestionnaire conserve une exposition constante. En revanche le trader du swap gère une position en delta neutre et en gamma négatif. En cas de forte instabilité des cours, il ajuste sa position, en rachetant des contrats en cas de hausse des cours (car le delta des puts diminue en valeur absolue, l'opérateur doit donc racheter

des contrats pour rester à delta neutre) et en revendant des contrats en cas de baisse des cours (afin de compenser la hausse du delta des puts). En cas de crise, la gestion de ces books optionnels a donc tendance à amplifier les mouvements du marché et à accélérer la baisse puisque toutes les positions sont dans le même sens. Ce mouvement sera d'autant plus important que le volume des produits garantis sera élevé.

Ce constat alarmiste est néanmoins à tempérer, ce pour trois raisons :

— Le risque de gamma (risque de volatilité) est beaucoup plus faible sur des options de durée 5 ans (durée d'un PEA) que sur des options courtes. En effet, le rapport du risque de gamma entre des options à 5 ans et les options à 1 mois est de 8 et il est de 4 entre des options 3 mois et 5 ans. Le risque de volatilité est donc naturellement plus concentré sur les options courtes. Un rapide calcul montre l'ampleur de ce phénomène. En additionnant les positions ouvertes relevées sur les seuls put échéance avril sur le CAC 40 (sur six strike autour de la monnaie), on obtient un engagement d'environ 5,7 milliards de francs, qui s'élèverait à plus de 45 milliards de francs en équivalent options 5 ans (corrigé du rapport du risque de volatilité). Ce résultat est obtenu sans même prendre en compte les positions ouvertes optionnelles sur les échéances suivantes et sans même inclure tous les strike du put avril. Il est difficile de se faire une idée de la position nette optionnelle en raison des stratégies de couverture entre options de différentes échéances, mais les ordres de grandeur montrent que les options longues pèsent marginalement peu en terme de risque au niveau du marché. Au niveau micro-économique, elles peuvent se révéler plus dangereuse mais elles relèvent du contrôle interne de l'établissement de crédit.

— La baisse des taux a eu pour conséquence de diminuer l'indexation proposée et donc bien sûr de réduire les positions optionnelles. En cas de crise, les produits garantis auront donc un effet moindre sur le marché, toutes choses égales par ailleurs.

— Enfin, dernier argument, on peut supposer que les clients finaux seront moins enclins à liquider leur position action en cas de krach s'ils disposent d'une garantie de capital. Ces OPCVM garantis devraient donc jouer un effet modérateur sur les flux de rachats d'OPCVM si un événement grave venait déstabiliser le marché français.

S'il est probable que les OPCVM garantis « Peables » augmentent l'instabilité du marché en cas de crise, cet inconvénient semble mineur au regard des avantages qu'ils procurent : augmentation des volumes traités, meilleure profondeur du marché et intervention sur le marché boursier d'acteurs averse au risque.

En conclusion, les produits garantis, qu'ils soient ou non gérés, offrent de multiples opportunités de performance et/ou de couverture de risque. Une parfaite maîtrise de ces instruments, tant au niveau

financier qu'aux niveaux juridiques, comptables et fiscaux, est néanmoins nécessaire pour éviter les déconvenues. Ces conditions remplies, ils présentent un faible risque pour l'équilibre du marché dans son ensemble et il serait dommage que des esprits chagrins en viennent à réglementer leur utilisation.

Tableau 1 :  
*Répartition de l'actif global par catégorie d'OPCVM en France*  
(en millions de francs)

	1993 Mds	1994 Mds	1995 Mds	1996 Mds
OPCVM Monétaires	1 344,0	1 271,5	1 175,7	1 132,1
OPCVM obligataires et titres de créance	895,5	759,2	728,5	817,0
OPCVM Diversifiés	277,8	307,8	319,6	397,9
OPCVM Actions	261,3	253,3	241,9	304,4
OPCVM Garantis ou assortis d'une protection	77,3	73,2	88,5	121,0
Total	2 855,9	2 665,0	2 554,2	2 772,4

Source : ASFFI

## Encadré 1 :

*Fonctionnement d'un produit garanti sur le marché boursier*

Prenons l'exemple d'un fonds garanti sur le marché des actions françaises d'une durée de 5 ans et d'un encours de 100 MF. Pour garantir le capital initialement souscrit, le gestionnaire achète des obligations zéro-coupon. Si le taux zéro coupon est de 5,11 % et que les frais de gestion s'élèvent à 1 %TTC, le capital nécessaire pour accorder cette garantie est de 81,76 MF ( $100/(1+5,11\%-1\%)^5$ ). Il reste donc 18,24 MF disponible pour acheter l'option sur le CAC 40. Si le prix de l'option est de 17,54 %, le fonds peut donc garantir 104 % ( $18,24/17,54$ ) de la performance du CAC 40.

Cet exemple simple montre que le pourcentage d'indexation dépend directement de trois paramètres cruciaux :

- du niveau du taux de l'obligation zéro-coupon qui détermine directement le montant nécessaire pour garantir le capital. Plus les taux baissent, plus le montant disponible pour payer l'option diminue. La sensibilité aux taux d'intérêt explique que les pourcentages d'indexation à la performance du CAC 40 sont aujourd'hui beaucoup plus faibles qu'ils ne l'étaient au début des années 1990 ;

- du montant des frais de gestion. Plus il augmente, plus le pourcentage d'indexation diminue ;

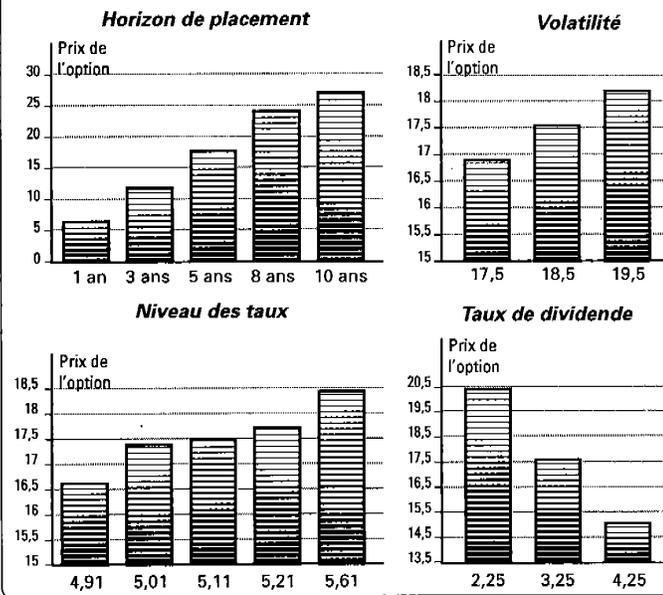
- du prix de l'option qui lui-même est sensible aux données de marché (volatilité, taux de dividende et taux d'intérêt) et à l'horizon de placement comme en témoignent les quatre graphiques ci-joints.

Le graphique 4 en particulier montre la sensibilité du prix de l'option au taux de dividende. Plus ce taux élevé, moins l'option est chère car l'investisseur « échange » en quelque sorte ce taux dividende contre les garanties qui lui sont octroyées. Le double impact des taux d'intérêt et des taux de dividende élevés a ainsi permis par le passé d'offrir des pourcentages d'indexation à l'évolution de l'indice CAC 40 supérieurs à 100 % tout en garantissant le capital. Pour connaître le « coût réel » de la garantie, il faut comparer les perspectives de performance des fonds garantis à celles de l'indice sous-jacent, dividende et avoir fiscal réinvesti.

Une fois le fonds garanti constitué, la valeur liquidative ne suit pas fidèlement celle de l'indice de référence car la valeur du portefeuille d'obligations ainsi que celle de l'option évolue au gré des données de marché (taux d'intérêt, volatilité...). Si par exemple les taux d'intérêt se tendent toutes choses égales par ailleurs, les obligations vont se déprécier mais à l'inverse, l'option va se renchérir. Le premier effet étant plus fort que le second, la résultante de ces deux mouvements opposés va se traduire par une baisse de la valeur liquidative même si le marché boursier n'a pas bougé dans l'intervalle. La valeur liquidative n'est garantie qu'à l'échéance et peut s'écarter sensiblement de cette garantie pendant la vie du produit.

Graphique 1

**Sensibilité du prix de l'option  
aux différents paramètres**



Encadré 2 :  
*Quelques exemples de produits exotiques*

Pour que la performance d'un fonds garanti ne dépende plus seulement de la valeur de l'indice de référence à la date d'échéance, mais aussi du chemin parcouru par l'indice pendant la vie de l'option, de nombreuses options ont vu le jour dont voici un échantillon, bien sûr non exhaustif.

— Option sur moyenne : pour se prémunir contre une chute brutale de l'indice de référence en payant une prime inférieure à celle d'une option classique (option européenne), on choisit comme cours de référence la moyenne des cours du sous-jacent relevés sur la période. Pour améliorer les perspectives de gain, en payant bien entendu un prix supérieur, on peut par exemple également calculer une moyenne florée, en ne retenant que les cours favorables à la moyenne (cours supérieurs à la valeur initiale de l'indice).

— Option à cliquets : si on anticipe de fortes hausses sur un indice de référence sans écarter le risque d'un krach, on peut avoir intérêt, plutôt que de calculer une progression moyenne comme dans le cas de l'option sur moyenne, de cristalliser la performance de l'indice à périodicité régulière (tous les 6 ou 12 mois par exemple). L'effet de cliquets garantit au porteur les gains déjà réalisés en cas de baisse ultérieure de l'indice. Les options à cliquets ont ainsi permis de cristalliser la forte hausse du marché en 1993.

— Option à échelle ou à paliers : reprenant la même idée que celle de l'option à cliquets, on peut vouloir fixer la performance, non en fonction du temps, mais en fonction du niveau atteint par l'indice. On engrange ainsi la performance dès que l'indice dépasse un des seuils de l'échelle (tous les 10 % par exemple).

— Option à limite ou option « shark » : pour bénéficier à moindre coût d'une hausse modérée d'un marché, on fixe un niveau limite au-delà duquel l'investisseur pense que le sous-jacent ne pourra pas aller. Supposons que cette limite soit fixée à 170 % et que le pourcentage d'indexation au marché soit de 100 %. Jusqu'à une hausse de 70 %, l'investisseur touche 100 % de cette hausse (soit au maximum 70 %). Au-delà, l'investisseur ne touchera que 50 % de hausse.

— Option look-back : dans un marché extrêmement volatil, on peut vouloir bénéficier de la hausse du sous-jacent entre le cours initial et le cours le plus élevé de la période. Cette idée est très séduisante mais le prix de l'option est souvent dissuasif.

— Option best of : à maturité, une option « best of » paie la performance la plus élevée entre deux (voire 3 ou 4) sous-jacents, le marché obligataire et le marché action par exemple.

— Option « corridor » : quand on pense qu'un marché va rester stable, on peut associer à un sous-jacent donné, un corridor dans lequel il devrait évoluer. Le gain associé dépend de la durée durant laquelle le sous-jacent se maintient dans ce corridor. Dès qu'il en sort, on conserve le profit précédent mais ce dernier reste stable. Dès que le sous-jacent réintègre le corridor, le profit croît à nouveau.

Graphique 2

*Schéma d'un contrat de swap entre l'OPCVM et sa contrepartie*

