

## LA QUESTION

PAR FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PERIGNON,  
PROFESSEURS ASSOCIÉS À HEC PARIS

# COMMENT DÉTECTER LES PRODUITS STRUCTURÉS ?

L'univers des produits dérivés est quasi infini. Dans cet univers, les astres n'ont pas des noms latins, mais des noms anglais, comme les *futures*, *forwards*, *calls*, *puts* et *swaps*. Parfois des trous noirs se forment, comme par exemple celui des dérivés de crédit lors de la crise financière de 2008-09. A l'instar des astronomes qui découvrent de temps à autres de nouvelles galaxies, les ingénieurs financiers des grandes banques d'investissement développent de nouvelles classes de produits dérivés, comme ce fut le cas récemment avec les *Collateralized Debt Obligations* (CDO) qui permirent aux banques de vendre par tranches des montants faramineux de prêts bancaires.

Une idée communément admise est que l'innovation financière dans le domaine des produits dérivés ne profite qu'aux agents économiques sophistiqués, tels que les grandes banques d'investissement ou les fonds spéculatifs. Un contre-exemple nous est donné par la classe des produits structurés. Ces derniers sont des portefeuilles de produits financiers contenant des dérivés et distribués par les banques sous la

forme de « packages » qui masquent leur réelle composition. Un premier exemple est le produit à capital garanti. Celui-ci permet à son détenteur de profiter de la hausse du marché des actions tout en préservant, en partie ou en totalité, le capital investi. Leur côté « pile je gagne, face je ne perds pas » explique leur immense succès auprès du grand public, en particulier en cette période de sortie de crise où les investisseurs sont frileux mais ne veulent pas manquer le train de la croissance et du rebond boursier. Prenons le cas d'un produit à capital garanti vendu aujourd'hui 1 000 euros. A la maturité du produit, l'investisseur reçoit une rentabilité correspondant à 75% de celle de l'indice CAC40 si celle-ci est positive, ou il récupère son investissement initial dans le cas contraire. Si la performance de l'indice est de 10%, l'investisseur reçoit 1 075 euros. Comment la banque émettrice parvient-elle à générer un profil de gain aussi attractif ? Les 1 000 euros sont ventilés comme suit : 900 euros investis en obligations (avec une

forme de « packages » qui masquent leur réelle composition.

Un premier exemple est le produit à capital garanti. Celui-ci permet à son détenteur de profiter de la hausse du marché des actions tout en préservant, en partie ou en totalité, le capital investi. Leur côté « pile je gagne, face je ne perds pas » explique leur immense succès auprès du grand public, en particulier en cette période de sortie de crise où les investisseurs sont frileux mais ne veulent pas manquer le train de la croissance et du rebond boursier.

Prenons le cas d'un produit à capital garanti vendu aujourd'hui 1 000 euros. A la maturité du produit, l'investisseur reçoit une rentabilité correspondant à 75% de celle de l'indice CAC40 si celle-ci est positive, ou il récupère son investissement initial dans le cas contraire. Si la performance de l'indice est de 10%, l'investisseur reçoit 1 075 euros. Comment la banque émettrice parvient-elle à générer un profil de gain aussi attractif ? Les 1 000 euros sont ventilés comme suit : 900 euros investis en obligations (avec une valeur à maturité de 1 000 euros grâce aux intérêts versés) et 100 euros investis en options d'achat sur l'indice CAC40 afin de bénéficier d'une augmentation du marché actions. Nous voyons que dans ce cas, l'investisseur a une position en options sans forcément en être conscient.

Notre deuxième exemple est un prêt bancaire structuré souscrit par une municipalité. Ce produit permet à la collectivité locale de bénéficier d'un taux d'intérêt bonifié pendant les premières

années du prêt, puis le taux d'intérêt dépend de la valeur d'un taux de change ou d'un autre taux d'intérêt. Ce type de prêts, extrêmement populaire en France, est parfois appelé prêt toxique car en période de forte volatilité, les taux d'intérêt peuvent exploser. La ville de Saint-Etienne en a d'ailleurs fait récemment la douloureuse expérience avec des taux annuels avoisinant les 25%.

Le graphique présente le taux d'intérêt payé par une collectivité locale dans le cas d'un prêt structuré sur le taux de change franc suisse – livre britannique (GBP-CHF). Le taux est fixe à 3,8% sur les deux premières années puis, pour les treize années suivantes, le taux est égal à 3,8% plus 100 fois la différence entre une valeur de référence, 1,97, et le taux de change GBP-CHF, mais uniquement si celle-ci est positive. Ce prêt structuré est équivalent à un prêt standard à taux fixe auquel s'ajoute une position courte (c'est-à-dire vendeuse) en options sur franc suisse. La prime obtenue lors de la vente des options permet de diminuer le taux sur les premières années, mais si le franc suisse s'apprécie, les options sont exercées et le taux d'intérêt explose.

Les produits structurés discutés ci-dessus, bien que très différents, contiennent tous deux une position « cachée » en options : une position longue peu risquée dans le cas du produit à capital garanti et une position courte très risquée dans le cas du prêt bancaire. Nombreux sont ceux qui investissent en produits dérivés sans en être conscients, à leurs risques et périls. ■

Une idée communément admise est que l'innovation financière dans le domaine des produits dérivés ne profite qu'aux agents économiques sophistiqués. Les produits à capital garanti en sont un parfait contre-exemple.

### UN PRÊT BANCAIRE TRÈS TOXIQUE

TAUX D'INTÉRÊT DU PRÊT, EN %

■ TAUX D'INTÉRÊT EN % ■ TAUX DE CHANGE LIVRE-FRANC SUISSE



© JUR. F. FRAJEUX