

LA PROTECTION DES ACTIFS FINANCIERS

NOVEMBRE 2006

EDITORIAL

A la lecture de la liste des brochures que nous avons rédigées à l'intention des cadres dirigeants depuis 2001, nous nous sommes aperçus que les thèmes patrimoniaux purement financiers avaient un peu été les parents pauvres pendant cette période.

Et pourtant, au cours de ces cinq années, nous avons bien souvent conseillé la mise en place et surveillé l'exécution de transactions visant à réduire les risques financiers de différentes natures.

Peut-être est-ce parce que la mise au jour, la quantification et le traitement des risques associés à des actifs financiers nous paraissent aller de soi que nous n'avons pas jugé utile de nous apesantir sur ces questions.

Mais voilà, les mécanismes de protection sont de plus en plus largement disponibles, leurs coûts ont baissé et les contraintes qui justifient leur utilisation se sont largement multipliées, notamment d'un point de vue fiscal.

Nous espérons que ce court document permettra à nos interlocuteurs de mieux comprendre les mécanismes de protection et les raisons pour lesquelles il est parfois souhaitable de les mettre en place.

Nous espérons également qu'il permettra de mieux faire ressortir les risques qui s'attachent à la détention d'actifs financiers affectés d'une volatilité non négligeable et parfois largement concentrés dans les titres d'une seule société pour des raisons liées à l'emploi du cadre dirigeant.

Michel Tirouflet

SOMMAIRE

- I. Actifs financiers et risques associés
- II. Quelques idées sur les mécanismes optionnels
- III. Rappels sur la valeur d'une option
- IV. Les mécanismes de couverture
- V. Autres mécanismes de protection

I. ACTIFS FINANCIERS ET RISQUES ASSOCIES

Pour tout actif financier, on peut définir un couple rendement-risque ou, mieux dit encore, un couple espérance de rendement-risque. Le risque dont il s'agit ici est bien évidemment que le rendement de l'actif financier soit inférieur à celui espéré.

Par exemple, le couple rendement-risque d'un bon du Trésor américain est particulier puisque le rendement espéré est sûr et qu'en conséquence le risque est nul. Autrement dit, le Trésor américain (sauf cataclysme économique) versera à la date prévue l'intérêt lui aussi prévu. Mais la certitude liée à cet objectif particulier ne s'attache qu'au rendement exprimé en dollars américains et ne préjuge pas des risques liés à la fluctuation des devises pour un investisseur européen ou pour un investisseur qui raisonnerait en euro.

A l'inverse, investir dans une action donnée, c'est accepter le risque que le prix de cette action baisse éventuellement de façon importante. La contrepartie de ce risque doit donc être un espoir de gain lui-même important pour que l'investisseur juge qu'il peut retirer un intérêt à s'engager.

Ce qui précède est indiscutable lorsqu'il s'agit d'une action. Cela est moins vrai lorsqu'il s'agit d'un portefeuille d'actions où les probabilités que tous les titres baissent en même temps de façon importante sont limitées.

C'est pourquoi, et fort judicieusement, la plupart des détenteurs d'actifs financiers risqués optent pour une diversification de ceux-ci. Comme l'a dit récemment et très justement un gestionnaire de fonds : « on fait une fortune avec un titre, on ne la conserve qu'avec plusieurs ».

S'il est possible de concevoir que, bien souvent, la diversification des actifs financiers est essentielle pour la gestion saine d'un patrimoine¹, il apparaît souvent aussi que réaliser cette diversification souhaitable et souhaitée se heurte à des contraintes auxquelles il est malaisé d'échapper.

C'est à ce type de situation que les cadres dirigeants sont régulièrement confrontés, eux qui ont accumulé un patrimoine financier constitué pour l'essentiel d'actifs financiers indexés sur la valeur de leur société : investissements directs ou indirects en actions, actions gratuites, options d'achat ou de souscription...

La contrainte principale à laquelle on songe immédiatement est d'ordre fiscal. Elle-même se subdivise en nombreuses sous-contraintes ayant une proche parenté :

1 La réflexion s'applique moins aux patrimoines d'ampleur considérable.

- ce peut être l'obligation d'attendre la fin d'une période d'indisponibilité ;
- ce peut être le souhait d'attendre la fin d'une période de portage lorsque les taux d'imposition des plus-values deviennent plus faibles ;
- ce peut être la nécessité d'attendre une date future à laquelle la plus-value taxable aura disparu. Depuis peu, le Code général des impôts prévoit que les plus-values sur titres ne seront plus imposables au terme d'une détention de huit ans¹. Il y a également lieu de rappeler que les plus-values sont purgées, c'est-à-dire disparaissent lorsque les titres qui en comportent font l'objet d'une succession ou d'une donation ;
- ce peut être également l'attente liée à un départ à l'étranger faisant du propriétaire des titres un résident fiscal d'un autre pays.

* *
*

Il faut à ce stade évoquer les risques liés aux actifs financiers en raison soit des objectifs de leur propriétaire soit de leur mode de financement.

S'agissant du premier de ces deux risques, on conçoit aisément que les contraintes et les objectifs de l'investisseur doivent être en harmonie avec la nature de ses actifs financiers. Par exemple, un cadre dirigeant qui aurait décidé, ou aurait une grande probabilité, de passer sa retraite dans un pays de la zone dollar, réduirait le risque attaché à ses actifs financiers si ceux-ci étaient indexés sur la valeur de cette devise. Dans cette catégorie de risques, on peut également citer le risque de non-disponibilité, le risque d'illiquidité...

S'agissant du second, il convient, dans la plupart des circonstances, de ne pas faire de transformation, c'est-à-dire de ne pas financer un actif volatil avec une dette fixe ou encore de ne pas financer un actif à long terme avec un endettement court terme, ou bien enfin de ne pas placer sur un actif risqué les sommes dont on sait avoir besoin de façon certaine.

¹ La date la plus ancienne à retenir pour la détention a été fixée au 1er janvier 2006. L'exemption d'imposition s'applique à un tiers de la plus-value au terme de six ans de détention et à deux tiers après sept ans de détention.

II. QUELQUES IDEES SUR LES MECANISMES OPTIONNELS

Une option d'achat est le droit pour son détenteur d'acheter un bien spécifié à un prix spécifié au cours d'une période spécifiée ou à une date spécifiée.

Ce prix spécifié s'appelle le prix d'exercice et la date spécifiée s'appelle la date d'exercice.

La plupart des options d'achat sont négociables sur un marché comme le Monep de la bourse de Paris mais le volume des options traitées de gré à gré est aussi important.

Les stock-options sont des options d'achat¹ un peu particulières car si elles respectent les mêmes mécanismes financiers que les autres, elles font l'objet d'une réglementation très précise et ont la particularité notable de n'être pas cessibles ou transférables, sauf à perdre leur avantage fiscal².

Lors de l'exercice de l'option qui s'appelle également levée de l'option, son détenteur paie au vendeur de l'option³ le montant du prix d'exercice et acquiert l'action (dite "action sous-jacente") dont il devient plein-propiétaire.

On conçoit aisément que le détenteur de l'option n'exercera celle-ci qu'à la condition que le prix d'exercice soit inférieur au prix auquel il peut revendre instantanément l'action ainsi obtenue, c'est-à-dire le prix de marché ou un prix calculé selon une formule antérieurement acceptée par les parties⁴.

On conçoit également que le gain que l'on peut retirer d'une option d'achat est nul si le prix de l'action se maintient en dessous du prix d'exercice (on dit alors que l'option est "hors de la monnaie" ou encore "out of the money") et que ce gain augmente au fur et à mesure que le prix de marché s'élève au-dessus du prix d'exercice (on dit alors que l'option est "dans la monnaie" ou encore "in the money")⁵.

Même si le grand public, et notamment les salariés des entreprises en distribuant, connaît mieux les options d'achat, les options de vente jouent également un rôle important dans les mécanismes de couverture, et plus généralement dans les mécanismes optionnels.

Une option de vente est le droit pour son détenteur de vendre l'action sur laquelle porte l'option (le titre sous-jacent) à un prix pré-déterminé : le prix d'exercice.

Ainsi, le propriétaire de l'option exercera son droit si, à la date d'exercice, le prix auquel il

1 Ou de souscription. Les options donnent alors le droit de participer à une augmentation de capital de la société qui les a consenties au prix d'exercice et à la date d'exercice.

2 Seules les actions issues de stock-options sont librement cessibles et transférables. Au-delà de la fiscalité, la plupart des plans d'options prévoient que les options sont purement et simplement incessibles (sauf cas particulier d'un décès).

3 Sa société, dans le cas d'une stock-option.

4 C'est le cas notamment pour les stock-options dites "privées", c'est-à-dire octroyées par des entreprises à capital fermé à leurs salariés auxquels il est proposé de racheter leurs actions issues de stock-options selon une formule de prix pré-déterminée et censée refléter la valeur de l'entreprise.

5 Comme il est logique, une option dont le prix d'exercice est égal au prix de marché est dite "à la monnaie" ou encore "at the money".

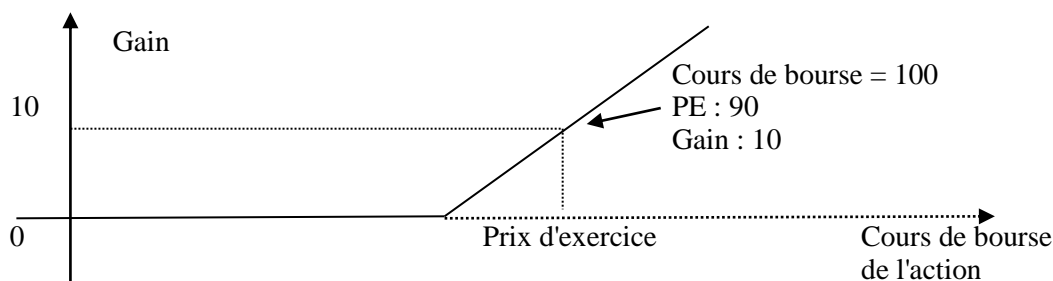
pourrait vendre l'action (le prix de marché ou le prix établi selon une formule pré-déterminée) est inférieur au prix d'exercice de l'option. Si tel est le cas, l'option est dite "dans la monnaie" ; dans l'hypothèse inverse, elle est dite "hors de la monnaie".

Exemple

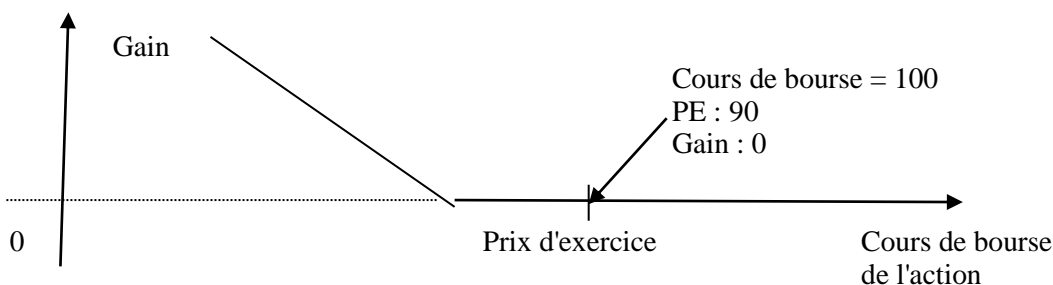
Prix d'exercice = 90
Cours du titre = 100

Lors de l'exercice possible...	... le cours de bourse est supérieur au prix d'exercice	... le cours de bourse est inférieur au prix d'exercice
Option d'achat	Le gain est égal à la différence entre le cours de bourse et le prix d'exercice (option dans la monnaie, gain = 10 €)	Option non exercée
Option de vente	Option non exercée	Le gain est égal à la différence entre le cours de bourse et le prix d'exercice (option dans la monnaie)

Calcul du gain brut d'une option d'achat



Calcul du gain brut d'une option de vente



III. RAPPELS SUR LA VALEUR D'UNE OPTION

Pendant près d'un siècle, les financiers et les mathématiciens ont cherché le moyen de calculer la valeur d'une option.

Au début du XXe siècle, un mathématicien nommé Bachelier a même fait de la valorisation d'une option le sujet de sa thèse de doctorat en mathématiques écrite sous la direction de Henri Poincaré. Malheureusement, Bachelier aboutissait à une impasse puisque sa valorisation était égale à une valeur connue multipliée par un coefficient indéterminable. Après lui, à peu près tout ce que la science financière compte de ténors a suivi sa voie sans aboutir à un résultat plus opératoire.

Ce n'est qu'en 1972 qu'un mathématicien et un financier, Black et Scholes, ont mis au jour une formule de calcul de la valeur d'une option d'achat ou de vente¹. Leurs travaux ont été, depuis lors, affinés de manière incessante de sorte qu'aujourd'hui les valeurs mathématiques d'options présentent une fiabilité tout à fait satisfaisante². La connaissance de la valeur des options a permis de les utiliser de façon beaucoup plus large, notamment pour la protection des actifs financiers.

Cette valeur calculée, et donc résultat d'un calcul mathématique, peut être séparée en deux composantes bien particulières dans le cas d'une option d'achat :

- la première est appelée “valeur intrinsèque”. Elle est égale à la différence positive entre le prix de marché et le prix d'exercice de l'option ;
- la deuxième est appelée “valeur-temps”. Elle dépend notamment, d'une part, de la valeur intrinsèque et, d'autre part, du temps qui reste à courir entre aujourd'hui et la dernière date d'exercice possible pour l'option.

Plus la valeur intrinsèque est importante et moins la valeur-temps sera élevée. Autrement dit, plus le cours de bourse de l'action sous-jacente augmente au-delà du prix d'exercice³, plus l'option se comporte comme celle-ci.

Inversement, plus le prix de marché se rapproche de celui d'exercice, c'est-à-dire plus la valeur intrinsèque s'amenuise, plus la valeur-temps prend de l'importance, à condition bien sûr qu'il reste une durée suffisante jusqu'au dernier exercice possible de l'option.

1 A la décharge de Bachelier et de nombre de ses suiveurs, il faut noter que certains des outils mathématiques utilisés pour la résolution du problème n'ont été découverts qu'au début des années 1960 !

2 Parmi les paramètres qui conditionnent la valeur de l'option, il faut mentionner le taux d'intérêt sans risque observé lors du calcul de la durée d'exercice et, surtout, la volatilité, c'est-à-dire le risque, de l'action sous-jacente. Plus celle-ci est élevée, plus la valeur de l'option l'est également.

3 En effet, la probabilité que le cours de bourse repasse sous le prix d'exercice avant l'échéance diminue lorsque le cours de bourse augmente.

Par le passé, dans des périodes où les variations des cours des entreprises étaient marqués et rapides, certaines stock-options dont la plage d'exercice était longue (cinq ans par exemple après la période d'indisponibilité), il n'était pas rare de voir des stock-options dont la valeur mathématique¹ dépassait le tiers de la valeur de l'action sous-jacente et parfois même était proche de la moitié.

1 Egale à la valeur-temps lorsque la valeur intrinsèque est nulle.

IV. LES MECANISMES DE COUVERTURE

Grâce aux options dont nous avons essayé de donner une idée aussi exacte et aussi simple que possible, les détenteurs d'actifs financiers qui veulent les protéger ont à leur disposition une série d'instruments permettant d'aboutir au résultat souhaité.

De façon résumée, il est possible de limiter presque totalement le risque lié à la fluctuation d'un actif financier particulier pour autant que celui-ci soit coté sur un marché suffisamment large.

De façon plus élaborée, il est également possible de faire entrer dans une couverture de risque le sentiment que l'on a sur l'évolution probable du cours de l'actif concerné.

On a vu plus haut qu'il était souvent indispensable de rester propriétaire d'actifs financiers (d'actions par exemple) en attente de la survenance d'une date particulière. Un mécanisme de couverture adapté permet de conserver cette propriété tout en ayant la certitude de pouvoir vendre l'actif à un prix proche ou très proche de la valeur de marché observée au moment de la mise en place de la couverture.

Exemple de couverture : le propriétaire d'une action dont le prix de marché est de 100 sait que la plus-value latente sur le titre (par exemple 40) sera taxée au taux de 41 % s'il le cède à l'intérieur d'une période de deux ans et que ce taux sera abaissé à 27 % au-delà. Il peut alors utiliser une technique désormais bien connue qui est celle du "tunnel".

Pour cela, il va acheter une option de vente et vendre une option d'achat à des prix d'exercice proches.

Dans la pratique, il aura recours à ce que l'on appelle un "tunnel à prime nulle", technique dans laquelle il échangera sans coût ni gain l'option de vente contre l'option d'achat. Pour mettre en place le mécanisme, il s'adressera à deux ou trois banques et leur demandera de coter ce tunnel à prime nulle de façon qu'il puisse comparer les offres des intermédiaires financiers interrogés.

Il pourrait ainsi recevoir les trois propositions suivantes qui, encore une fois, n'entraînent aucun débours lors de la conclusion du contrat de couverture :

- 98-103
- 98-102,5
- 98-104

Il choisira bien sûr la dernière de ces propositions qui est la plus attrayante pour lui puisqu'elle lui laisse la possibilité de profiter de la hausse éventuelle la plus élevée. Le jeu de cette couverture sera comme suit en fonction du prix de marché de l'action au jour où la couverture sera "débouclée" :

- *si le prix de marché est inférieur à 98, le détenteur de l'action touchera ce montant quel que soit ce prix de marché ;*
- *si le prix de marché est compris entre 98 et 104, il touchera le prix de marché ;*
- *si le prix de marché est supérieur à 104, il touchera 104 et non pas 103 ou 102,5 comme dans les autres propositions.*

Il est bien sûr possible d'acquiescer auprès d'un intermédiaire financier une option de vente pour se garantir de la baisse du titre. Si l'achat de cette option de vente ne s'accompagne pas de la vente d'une option d'achat, alors le détenteur du titre sous-jacent conserve toute la hausse du titre. Cela signifie que si le titre augmente, il conservera la plus-value qui aurait été captée par l'acheteur de l'option d'achat. Ce mécanisme particulier qui permet de se protéger à la baisse tout en conservant la hausse est à tous égards séduisant, à l'exception du prix de l'option qui peut se révéler particulièrement élevé, voire rédhibitoire.

Ainsi, sauf dans des cas très particuliers, on constate que la majorité des détenteurs d'actions et plus encore ceux qui sont détenteurs d'actions issues de stock-options ont recours à fort juste titre à des mécanismes qui tournent autour du tunnel à prime nulle tel qu'il a été présenté plus haut. Dans la pratique, mettre en place ce mécanisme revient à anticiper la vente d'une participation sans que cette vente soit qualifiée de pure et parfaite au moment où elle a lieu. De fait, le paramètre sur lequel le propriétaire des actions peut jouer est la largeur de "l'ouverture du tunnel", c'est-à-dire la différence entre les prix maximal et minimal auxquels les titres seront vendus à la date d'exercice (autrement appelée "date de settlement").

On voit ainsi qu'à l'aide des mécanismes à option, souvent dits "produits dérivés", on est capable de limiter considérablement les risques de fluctuation d'un portefeuille d'actifs financiers tout en se libérant de nombreuses contraintes, et notamment des contraintes liées au temps comme l'indisponibilité ou le blocage.

Les relations avec les institutions financières et qui portent sur un achat ou une vente de produits dérivés doivent être considérées avec beaucoup de prudence.

Tout d'abord, il faut savoir que certaines institutions financières n'interviennent pas en-deçà d'un seuil de transaction important ou très important. En revanche, les très grandes banques de dépôt peuvent être mobilisées pour des transactions de faible, sinon de très faible envergure. Ensuite, il faut également être persuadé que les transactions sur produits dérivés figurent parmi celles où la liberté de fixation des prix par les banques est très grande. En effet, la marge de l'établissement bancaire peut facilement être dissimulée à l'intérieur des paramètres d'une transaction. C'est pourquoi il convient d'être extrêmement vigilant et d'interroger deux ou trois organismes financiers en veillant à ce que les réponses obtenues puissent être comparées sans difficulté. Ainsi, dans le cas d'un tunnel, il conviendra par exemple d'imposer à chacun des participants au "concours de beauté" la valeur de la borne inférieure, c'est-à-dire du prix d'exercice de l'option de vente, la variable devenant automatiquement la valeur du prix d'exercice de l'option d'achat.

V. AUTRES MECANISMES DE PROTECTION

Les sections précédentes ont été essentiellement consacrées aux moyens dont dispose le détenteur d'une action pour se protéger contre une fluctuation de son cours dans une période où une cession pure et simple est impossible ou donnerait lieu à une fiscalité pénalisante.

Bien d'autres risques menacent les actifs financiers du fait notamment de la fiscalité applicable. C'est donc au regard des différents droits et taxes qu'il faut tenter de préserver leur montant pour leur propriétaire.

En matière d'impôt sur le revenu, nous avons souvent souligné que la meilleure protection demeurerait, selon les cas, les contrats d'assurance-vie ou les contrats de capitalisation. Dans la plupart des cas, notre analyse reste vraie, d'autant plus que l'ouverture de la place de Luxembourg avec les souplesses qu'elle suppose renforce l'efficacité de ces enveloppes.

En matière d'impôt sur la fortune, et en considérant le mécanisme récent du bouclier fiscal, les deux mêmes enveloppes auxquelles on peut ajouter le PEA sont aussi recommandables puisqu'elles visent à réduire le revenu imposable dont 60 % sert de plafonnement à la somme des différents impôts retenus par la loi.

En matière de droits sur les successions, auxquels on pense rarement malheureusement, il y a divers moyens de se protéger :

- l'anticipation de la succession au moyen de donations dont le coût est, la plupart du temps, inférieur à celui d'une succession ;
- l'élimination des droits entre conjoints qui passe par une adaptation du contrat de mariage ;
- la nomination d'un exécuteur testamentaire dont l'action pourra permettre d'éviter le risque de fluctuation de la valeur des actifs financiers considérés entre le jour du décès et celui du règlement définitif de la succession ;
- l'utilisation raisonnée de contrats d'assurance-vie et de contrats d'assurance-décès.

Enfin, il ne faut pas oublier qu'une vente pure et simple est bien souvent l'occasion de faire table rase des risques associés à un actif financier particulier.