

LA GESTION «À CLIQUETS»,
EXPÉRIENCES ET APPLICATION PRATIQUE

Rigueur et systématique de gestion

ALEXANDRE KUHN*

Selon *Europformance*, l'encours total des produits garantis, dont les produits dits à cliquets, représente en France environ 90 milliards de francs, et bon nombre de produits sont prêts à démarrer. Une brève revue des fonds de placement utilisant la technique de gestion à cliquets permet d'identifier les spécificités de chaque catégorie quant à la conception et la mise en œuvre du principe du cliquet.

Les premiers fonds qui ont vu le jour dans les années 90 «garantissaient» la totalité du capital ou une partie de ce dernier, et promettaient tout ou partie de la performance du marché sous-jacent à l'échéance du fonds. Dès lors, le gain reposait uniquement sur la position de l'indice au lancement du fonds et à sa clôture. Ces produits se sont avérés peu performants, notamment dans des contextes où en fin de période le marché sous-jacent baissait rapidement: «l'effet de cloche» (voir le schéma de la page 5) supprimait alors tout ou partie des gains qui auraient pu être réalisés pendant la vie du fonds.

La génération suivante de fonds, lancée dans le monde anglo-

saxon et en France «garantira» à l'investisseur le capital initial à l'échéance ainsi que des gains, captés à des moments prédéterminés: fin de l'année civile ou date anniversaire du fonds. Ces produits dont la performance ne dépend plus de deux dates,

*La méthode
dynamique
de gestion à cliquets
permet
un contrôle dynamique
du risque.*

départ-arrivée, mais de plus-values engrangées à intervalles réguliers connaissent dès leur lancement un grand succès. Ce mécanisme de capture des profits correspond à la mise en place de cliquets.

Dans la catégorie des fonds à intervalles de cliquets réguliers, plusieurs fonds de droit euro-

péen offrent la possibilité d'assurer par exemple 80% de la hausse du marché correspondant, d'année en année. Chaque année, un cliquet est pris afin de geler les profits, ce qui permet de repartir sur une nouvelle base pour l'exercice suivant. D'autres fonds proposent des cliquets à intervalles plus rapprochés: chaque trimestre ou chaque mois.

Par ailleurs, bon nombre de formules mixtes plus ou moins transparentes sont offertes, avec une «garantie» annuelle de tout ou partie du capital, auquel, dans certains produits, s'ajoute un intérêt minimal et/ou un pourcentage de la hausse du sous-jacent sur des périodes définies au préalable.

Par opposition à l'approche de cliquets à intervalles réguliers, une méthode dynamique de gestion à cliquets est à la base de la création au cours des trois dernières années de plusieurs fonds en Suisse (voir l'encadré sur l'offre en Suisse en page 6) comme à l'étranger. En effet, un suivi permanent va permettre le cas échéant une prise de profits dynamique en fonction de l'évolution au jour le jour de l'actif sous-jacent. La prise de profits,

dont les normes sont définies par le gérant, contribue à faire évoluer le montant assuré à la hausse, directement lorsque ces profits se présentent.

Dans un tel environnement, le processus de gestion «garantit» indéfiniment le montant assuré après la mise en place du dernier cliquet.

Cette approche de la gestion, qui peut être mise en œuvre dans des fonds utilisant un ou plusieurs sous-jacents combinés selon l'objectif recherché, correspond à une technique de gestion systématique de l'exposition dont les objectifs sont:

- capturer une partie significative de la hausse du marché sous-jacent;
- protéger au fur et à mesure les gains accumulés, afin de ne subir qu'une perte limitée en cas de baisse du marché.

Cette technique s'appuie sur deux principes:

- *un principe financier*, l'assurance de portefeuille à proportion constante (CPPI) développé par Fischer Black & Robert Jones¹;
- *un principe mécanique*, le cliquet, qui permet de réaliser les profits quand le marché évolue positivement et d'ajuster à la hausse la partie assurée du capital appelée le plancher d'investissement (plancher mobile), développé par André F. Perold & William F. Sharpe².

Quelques règles à respecter

Une application judicieuse de la gestion à cliquets dynamique nécessite, d'une part, l'existence d'un marché efficient de produits dérivés et, d'autre part, des montants initiaux minimaux significatifs, de CHF 3 à 5 Mios selon la taille des instruments

financiers utilisés. Par ailleurs, cette technique étant très dépendante de la trajectoire du ou des sous-jacents envisagés, il est préférable de choisir des marchés à «trend» positif.

Si ces conditions sont réunies, la gestion à cliquets offre de nombreuses perspectives en matière d'investissement. Elle permet à des investisseurs de définir et de contrôler leur profil de risque par rapport à des marchés volatils, tels que les principaux marchés d'actions. La pratique nous enseigne que des marchés très volatils tels que les marchés d'actions d'Extrême-Orient, ou certains métaux précieux, peuvent être également envisagés. La majorité des marchés de dette gouvernementale à long terme peuvent être pris en considération, particulièrement dans un environnement macro-économique en mutation où les performances de certains marchés obligataires à haut rendement sont séduisantes, mais où la volatilité importante accroît les possibilités de baisses significatives. Enfin, la gestion «à cliquets» peut aussi apporter une réponse pertinente à la gestion du risque de change.

Parmi les fonds commercialisés en Europe, certains considèrent une approche mono-produit où un seul sous-jacent constitue la base de l'investissement. Mais, il existe d'autres fonds, diversifiés, qui résultent d'un processus d'allocation des actifs, l'exposition dans chaque actif risqué étant gérée de manière autonome. Néanmoins, une consolidation finale est entreprise qui permet de contrôler un plancher global d'investissement. Cette dernière approche rend le processus attractif car elle permet d'intégrer des actifs non corrélés à volatilités impor-

tantes sans prendre le risque de «casser» le plancher global en vertu de la diversification (voir le graphique 1, page 4). Enfin, il existe aussi des fonds à compartiments, où l'investisseur choisit en fonction de ses anticipations le ou les marchés dans lesquels il veut être engagé par le biais de cette technique. Dans une approche mono-produit comme dans une approche à compartiments, il sera facile d'identifier un «benchmark» qui servira à la comparaison des performances (rentabilité et risque). Dans une perspective de fonds diversifiés, cet exercice de comparaison s'avère plus délicat, car les actifs varient d'une période à une autre dans le fonds et les «benchmarks» classiques ne sont pas nécessairement pertinents.

Mettre en œuvre une gestion

«à cliquets» dynamique

Un portefeuille géré selon cette technique est constitué de deux catégories d'actifs, l'actif hors risque et l'actif risqué (voir encadré page 5). L'actif hors risque est généralement constitué de placements à court terme, dépôts, obligations à court terme et autres placements similaires qui génèrent des revenus réguliers. Comme évoqué ci-dessus, l'exposition dans l'actif risqué peut être prise soit directement dans le marché au comptant soit par le biais de produits dérivés.

Le principe de base de cette technique est de maintenir l'exposition effective dans l'actif risqué sous-jacent en ligne avec l'exposition désirée telle que définie par la règle d'allocation propre à l'assurance de portefeuille à proportion constante:

$$E = M \times C.$$

Si cette relation implique d'augmenter l'exposition quand l'actif sous-jacent enregistre des hausses, elle implique surtout de la diminuer quand l'actif sous-jacent enregistre des baisses afin que la valeur du portefeuille ne s'établisse pas en-dessous du plancher d'investissement que l'on cherche à assurer. Ce principe d'assurance offre ainsi une réponse intéressante à la gestion de la baisse de l'actif sous-jacent, il n'offre toutefois aucune protection des profits accumulés.

Le principe du cliquet comble cette lacune, en proposant de protéger les acquis quand le marché a évolué positivement. Cette assurance est réalisée en appliquant le degré de protection de l'investissement initial aux profits accumulés au fur et à mesure de la hausse.

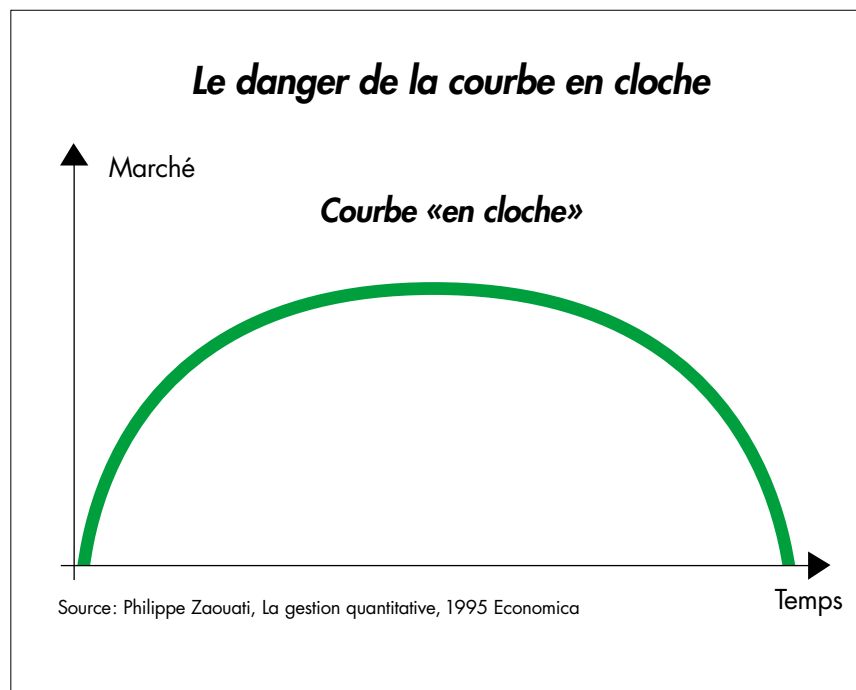
Il est ainsi possible d'assurer un pourcentage donné non seulement de l'investissement initial, mais aussi de la valeur la plus élevée du portefeuille qui sera atteinte.

Les paramètres d'une gestion «à cliquets» dynamique sont en principe définis soit avec le client, le gérant, ou, dans le cadre d'un produit public, avec le promoteur du produit.

Le coussin constitue, avec l'exposition initiale dans l'actif sous-jacent, l'un des paramètres déterminants dans l'application de cette technique de gestion. Le coussin, qui correspond à la différence entre la valeur totale du portefeuille et le plancher, définit le degré maximal de perte qu'un client est prêt à assumer, non seulement sur l'investissement de départ, mais aussi sur la valeur nette d'inventaire la plus élevée atteinte durant la vie du portefeuille. Le choix du coussin doit toute-

fois tenir compte, d'une part, du pourcentage d'exposition dans l'actif risqué que le client désire prendre et, d'autre part, de la volatilité du sous-jacent choisi. En effet, plus l'exposition initia-

se retourne à la hausse, il faudra attendre la reconstitution progressive du coussin par la rémunération de l'actif hors risque pour être en mesure de reprendre l'exposition.



le retenue est importante et plus le coussin initial choisi est faible, plus il faut procéder à des ajustements importants de l'exposition suite à un mouvement de marché donné. En cas de baisse de l'actif sous-jacent, la probabilité d'atteindre le plancher est ainsi d'autant plus haute. Elle est en outre d'autant plus élevée que l'actif sous-jacent se caractérise par une forte volatilité.

Le choix d'un coussin trop faible en fonction de l'exposition initiale retenue et de la volatilité du sous-jacent intègre donc clairement un risque plus élevé de se retrouver au plancher. Cette situation «d'utilisation» totale du coussin a en outre un corollaire. En effet, si après la baisse subie le marché

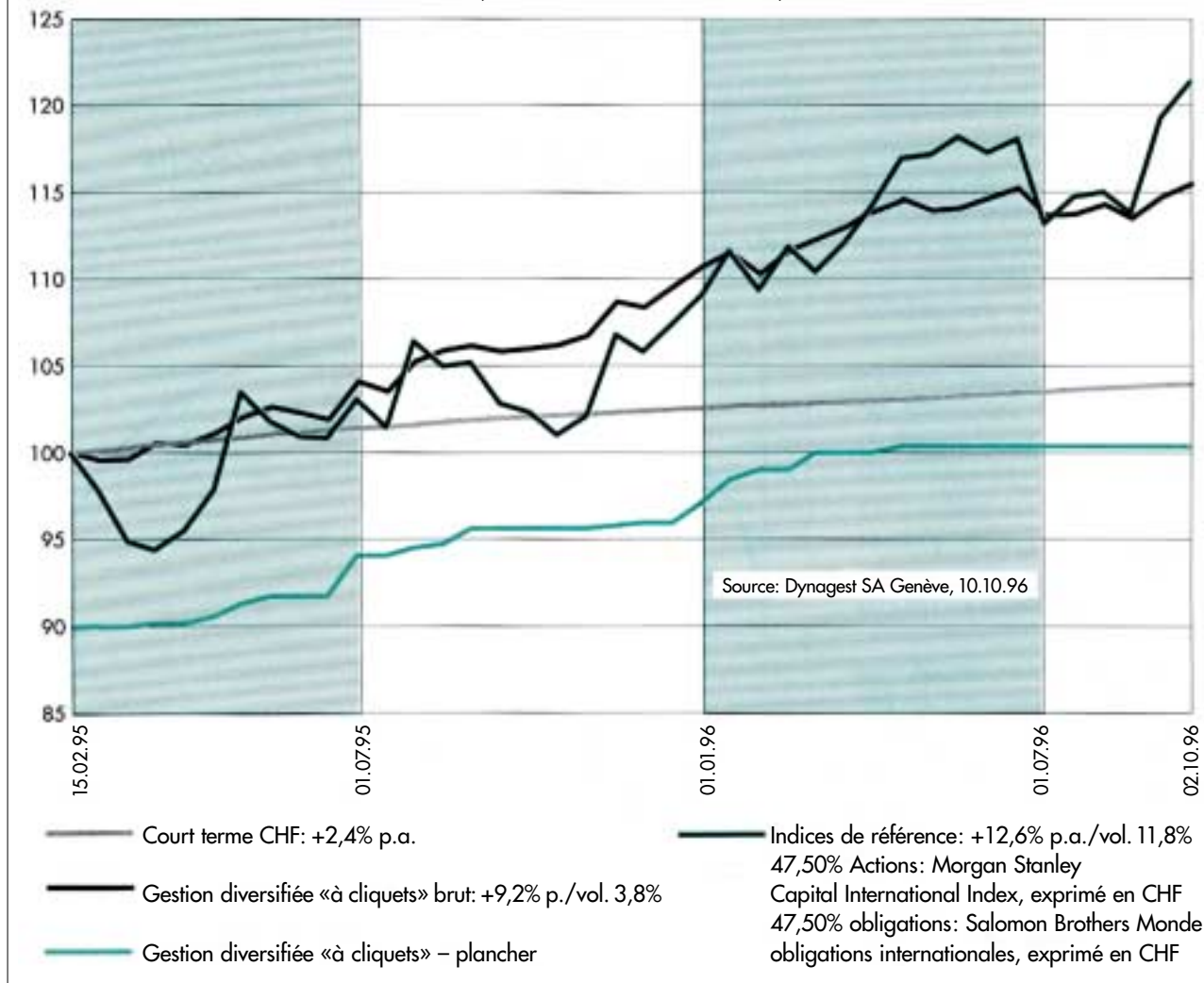
■ **A quoi sert le «coussin»**

Pour les principaux marchés d'actions ou pour des actifs présentant des caractéristiques similaires, et lorsque l'exposition initiale souhaitée est de 100%, un coussin de l'ordre de 10% semble adéquat. Il devrait permettre d'appliquer le processus de gestion dans de bonnes conditions avec une marge suffisante en cas de rupture brutale et subite du marché qui pourrait faire craindre une éventuelle atteinte du niveau de plancher. Pour les marchés qualifiés de moins risqués, notamment les marchés de dette gouvernementale à long terme, le coussin peut être de l'ordre de 5% pour une exposition initiale souhaitée de 100%.

GRAPHIQUE 1

Gestion «à cliquets» effective diversifiée base Franc suisse

(du 15.2.1995 au 2.10.1996)



L'expérience suggère qu'une exposition initiale de 100% à l'actif risqué est la plus réaliste si un «benchmark» est considéré. Une exposition initiale inférieure ou supérieure à 100% peut parfaitement être envisagée. Pour des raisons de réglementation, l'effet de levier potentiel de cette technique de gestion doit être contrôlé méthodiquement. En effet, une exposition de départ de 100% pourrait nous emmener à dépasser significativement le 100% de

la valeur de départ en cas de hausse de marché, notamment si l'exposition est prise par le biais d'options.

L'approche que nous privilégions nous permet de maîtriser cet aspect dans le respect des critères fixés initialement. Il est encore à noter que le choix d'exposition initiale et du coussin initial déterminent une constante, le multiple. Comme mis en évidence dans l'encadré figurant en page 5, ce multiple définit les ajustements d'expo-

sition auxquels il faut procéder en cas de variation du coussin. En fonction des anticipations concernant l'évolution de l'actif sous-jacent, ce multiple est parfois modifié, ce qui correspond en fait à un changement de l'exposition qui avait été initialement retenue. De telles modifications, si elles devaient s'avérer trop fréquentes, risquent toutefois de remettre en question les avantages du processus de gestion systématique de l'exposition que constitue la

L'assurance de portefeuille à proportion constante

L'assurance de portefeuille à proportion constante (CPPI ou Constant Proportion Portfolio Insurance) se fonde sur une règle d'allocation de portefeuille entre un actif risqué et l'actif hors risque. Cette règle de base est la suivante:

$$E = M \times C$$

où

E= l'exposition ou le montant investi dans l'actif sous-jacent «risqué»;

C= le coussin, la différence entre la valeur totale du portefeuille et le plancher que l'on protège;

M= le multiple, une constante supérieure à l'unité qui correspond au ratio de l'exposition initiale souhaitée dans l'actif risqué et du coussin initial.

Exemple

Portefeuille d'un montant initial de 100 Mios

Plancher: 90 Mios ou 90%

Coussin: 10 Mios ou 10%

Exposition initiale souhaitée: 75 Mios ou 75%

75% investis dans l'actif sous-jacent risqué – 25% investis dans l'actif hors risque.

Multiple: $M = 75/10 = 7,5$.

Si le marché baisse de 5%

La valeur de l'investissement dans l'actif risqué sera de 71,25 mios ($=75 \times 0,95$), soit une perte de 3,75.

Le nouveau coussin sera de 6,25 Mios ($=10-3,75$). La nouvelle exposition souhaitée sera de 46,88 Mios ($=7,5 \times 6,25$).

L'exposition dans l'actif risqué sera ainsi réduite de 71,25 à 46,88 Mios et la part investie dans l'actif hors risque augmentera de 25 à 49,37 Mios. Si la baisse continue, l'exposition dans l'actif risqué diminuera jusqu'à une exposition nulle. La valeur totale du portefeuille sera alors de 90 Mios, représentant le plancher initial, entièrement investis dans l'actif hors risque.

Si le marché monte de 5%

La valeur de l'investissement dans l'actif risqué sera de 78,75 mios, soit un gain de 3,75.

Le nouveau coussin sera de 13,75 Mios ($=10+3,75$).

La nouvelle exposition souhaitée sera de 103,125 Mios ($=7,5 \times 13,75$). L'exposition dans l'actif risqué sera ainsi augmentée de 78,75 à 103,125 Mios et la part investie dans l'actif hors risque sera réduite de 25 Mios à 0,625 Mio. A ce stade, l'investisseur n'aura pas protégé les profits accumulés.

Mais avec un marché en hausse de 5% et un cliquet

La mise en place d'un cliquet implique d'appliquer le pourcentage de protection initial (90%) au profits accumulés. En d'autres termes, l'investisseur procède à une hausse du plancher.

La valeur totale du portefeuille après la hausse de l'actif risqué 103,75 Mios ($100+3,75$); d'où un nouveau plancher: 93,375 Mios ($=0,9 \times 103,75$).

Le coussin sera ramené à 10,375 Mios ($=103,75 - 93,375$ ou $0,10 \times 103,75$).

L'exposition dans l'actif risqué sera ramenée de 78,75 à 77,81 Mios ($=7,5 \times 10,375$), soit 75% de la valeur du portefeuille. Quant à la part investie dans l'actif hors risque, elle passe de 25 à 25,94 mios, soit 25% de la valeur du portefeuille.

L'actif hors risque représentera 25,94%.

Un nouveau plancher a ainsi été fixé sur la base de la valeur la plus élevée atteinte par l'investissement. L'objectif principal de l'application de ce principe mécanique est de tirer parti autant que possible de la hausse de l'actif sous-jacent en fonction de son exposition de départ et de protéger au fur et à mesure les gains non-encore réalisés afin de ne subir qu'une perte limitée en cas de baisse du marché. Désormais, notre investissement ne pourra plus descendre en dessous de 93,755 de l'investissement initial, contre 90% au départ.

Tableau d'application du processus de gestion
(valeur et exposition en millions)

Valeur de l'actif sous-jacent	Cliquet	Valeur du portefeuille	Coussin	Multiple (mios)	Exposition désirée $e=m^* \times c$	Exposition avant ajustement	Exposition après ajustement	Actif hors risque
95,00	non	96,25	6,25%	7,50	46,88	71,25	46,88	49,37
100,00	non	100,00	10%	7,50	75,00	75,00	75,00	25,00
105,00	non	103,75	13,75%	7,50	103,13	78,75	103,125	0,63
105,00	oui	103,75	10,375%	7,50	77,81	78,75	77,810	25,94

Des cliquets pour six fonds suisses

Dynagest SA à Genève a acquis une expérience dans le développement et dans le processus de gestion par le biais de la technique du cliquet. Cette société bénéficie désormais de moyens qu'elle met en œuvre pour faire évoluer cette technique afin d'essayer d'apporter des réponses aux problèmes de garantie de capital. Pour l'instant, elle est contrôleur du cliquet du fonds de placement LBGB Forex de la Lloyds Bank International Private Banking à Genève. Cet instrument est le premier fonds utilisant la technique du cliquet qui ait été lancé en Suisse. Il fait partie de la gamme Lloyds Bank Gouvernement Bonds – LBGB qui est de droit suisse, notée triple A par Moody's et dont chaque compartiment devrait permettre de couvrir une période précise d'investissement.

Dynagest est aussi conseiller en investissement de deux autres fonds de cette gamme qui emploient aussi la technologie du cliquet, LBGB – Gold et LBGB Domestic – SMI, qui viennent d'être admis à la commercialisation en Suisse par la Commission fédérale des banques. Ces fonds ont pour objectif une plus-value par rapport à l'actif sous-jacent, l'or et l'indice SMI, en limitant le risque baissier à 10% par rapport à la valeur nette d'inventaire la plus élevée.

Dynagest est encore le conseiller du fonds Swissmix de la Banque Sarasin & Cie à Bâle, un instrument de droit luxembourgeois qui vient lui aussi d'être autorisé par la CFB. Ce fonds propose grâce aux cliquets une garantie contre la baisse soudaine du marché suisse des actions. Dynagest développe encore cette technique pour un nouveau fonds de la gamme d'une banque privée zurichoise appartenant à un grand groupe. A noter enfin que la SBS vient de mettre sur le marché son SBC Dynamic Floor qui utilise aussi les cliquets et que Intrag, la société de gestion de l'UBS, offre depuis quelques mois l'UBS Protect Invest. Dynagest n'est pas le conseiller pour ces deux derniers instruments.

Paul Coudret

Rédacteur responsable de «*RÉFÉRENCES*»

gestion «à cliquets» dynamique. Le principe d'assurance de portefeuille retenu nécessite d'ajuster l'exposition effective à l'exposition théorique. Par conséquent, il faut aussi définir les critères d'ajustement de l'exposition effective. Ce choix devra tenir compte, d'une part, de la taille des portefeuilles en fonction de leur degré d'exposition et, d'autre part, de la contrainte des frais générés par des interventions qui peuvent être fréquentes. Il faut aussi

considérer le manque de possibilités d'intervention si les portefeuilles ne sont pas assez importants au vu de la taille des instruments financiers utilisés pour la mise en place de l'exposition effective.

■ *Des instruments dérivés pour la prise d'exposition*

L'évolution de l'écart entre l'exposition désirée et l'exposition effective dépend des paramètres fixés au départ dans le processus de gestion ainsi que de la

manière dont l'exposition a été mise en place. En effet, un multiple élevé favorise des écarts plus importants et une exposition prise exclusivement par le biais de futures demande des ajustements plus fréquents. Le dernier paramètre d'importance à mentionner est le critère de mise en place des cliquets ou, en d'autres termes, le pourcentage de hausse, minimale ou maximale, que la valeur du portefeuille doit atteindre pour envisager un relèvement du plancher.

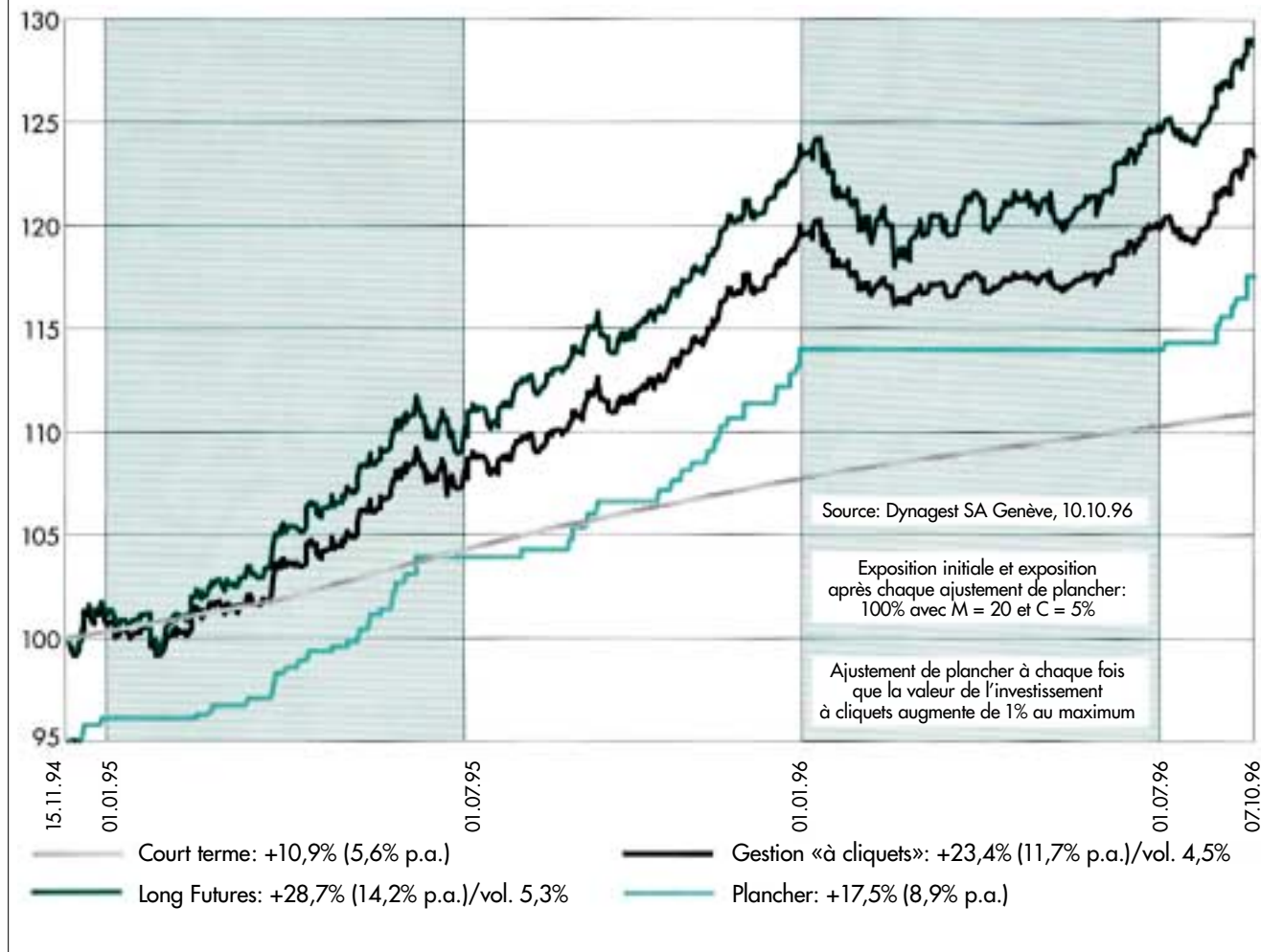
Dans la mesure où la mise en place d'un cliquet implique la vente d'une partie de l'exposition, la définition de ce critère doit à nouveau prendre en considération la taille du portefeuille et celle des instruments financiers utilisés. Elle doit cependant aussi tenir compte du comportement de l'actif sous-jacent, notamment de sa volatilité. Ce critère a évidemment un impact direct non seulement sur la performance des portefeuilles, mais aussi sur l'évolution du plancher assuré. Toutefois, l'expérience ainsi que les simulations historiques ne permettent pas de quantifier de manière précise cet impact.

Conceptuellement, la gestion à cliquets peut être envisagée par le biais du marché au comptant. Une alternative qui semble mieux adaptée est l'utilisation des instruments financiers dérivés. Ce choix permet d'éviter les coûts de transaction élevés, et donne la possibilité d'intervenir plus rapidement sur un marché.

■ *Pour favoriser le caractère défensif*

Une combinaison de futures et d'options dont l'échéance est éloignée pour éviter les coûts de

GRAPHIQUE 2
**Gestion «à cliquets» effective sur le future 10 ans
 obligataire allemand base Franc français**



renouvellement permet de prendre l'exposition, en tenant compte des principes de l'assurance de portefeuille mentionnés ci-dessus. Une telle combinaison favorise le caractère défensif de la technique qui tend à assurer un plancher d'investissement même en cas de forte baisse du marché.

En outre, elle permet de réduire les interventions d'ajustement d'exposition. Si l'exposition n'est prise que par le biais de futures, ou au comptant, et qu'une baisse importante du marché survient, l'exposition

dans l'actif risqué doit être vendue, afin que l'investissement global ne descende pas en dessous du niveau de plancher supposé atteint. A ce stade, le coussin est nul et de ce fait, l'unique investissement est dans l'actif hors risque. En cas de hausse du marché et comme mentionné cidessus, il faudra attendre la reconstitution progressive du coussin par la rémunération de l'actif hors risque pour être en mesure de reprendre une exposition.

Une solution serait d'envisager un ajustement à la baisse du

plancher qui permettrait de reprendre immédiatement une exposition dans l'actif risqué. Un tel choix remet toutefois en cause les fondements de la technique qui tend à assurer au minimum un plancher initial. En allouant une partie de l'actif hors risque que l'on «enlève» du plancher, on s'éloigne de cet objectif de départ.

Une alternative est l'acquisition de futures combinés avec des options «call» et «put» pour la prise d'exposition. En effet, en cas de mouvement à la baisse, les options «put» défensives

vont jouer leur rôle d'assurance et ralentir la baisse. Si malgré tout, le niveau du plancher est atteint et que l'exposition dans l'actif risqué doit être nulle conformément au principe d'assurance de portefeuille, les options «calls» peuvent être conservées car leur valeur est nulle. Si le marché rebondit rapidement, la valeur des options va graduellement augmenter et représentera l'exposition dans l'actif risqué.

Dans l'optique d'une approche mixte, la principale contrainte dans le recours aux options est la gestion de la volatilité et de la valeur temps, particulièrement dans un environnement ouvert où aucune maturité finale n'a été déterminée. Cependant, les résultats effectifs d'une approche utilisant les futures et les options, sur une période relativement longue pour cette technique sont intéressants.

La problématique globale de la garantie du plancher

Peu de fonds offrent aujourd'hui une garantie formelle de remboursement à la valeur du plancher. Les raisons à cela sont pro-

bablement doubles. D'une part, la garantie formelle que certaines banques sont prêtes à accorder sur la base de cette technique de gestion a un coût direct important quand il est mesuré à la rémunération de l'actif hors risque. D'autre part, le fait même de devoir garantir formellement un plancher d'investissement mobile va probablement avoir une incidence sur la façon de prendre l'exposition. En effet, il va falloir s'assurer contre une baisse même très momentanée du marché pour ne pas se retrouver dans une situation de remboursement qui serait délicate à gérer. La solution est dans l'utilisation exhaustive de stratégies d'options qui seront coûteuses. Les deux raisons cumulées démontrent clairement qu'il y a un coût global important dont il faudra tenir compte avant de considérer la possibilité d'une garantie formelle.

La gestion de portefeuille ne peut sans doute pas prétendre battre systématiquement les indices sur le long terme ni prévoir les grands mouvements de baisse de marché. En revanche, l'approche combinée d'assuran-

ce de portefeuille et de cliquets immunise une partie prédéterminée de la valeur la plus élevée d'un fonds en cas de baisse et participe aux mouvements de hausse. Elle requiert une discipline et une systématique de gestion pour préserver les objectifs fixés au départ.

En contrepartie, le prix à payer est probablement l'abandon d'une partie de la performance du sous-jacent, du moins à court/moyen terme. Cependant, sur le long terme, l'application rigoureuse et systématique d'une telle approche permet d'espérer dépasser les résultats obtenus avec d'autres stratégies de placement.

*Alexandre Kuhn,
Associé, Dynagest SA,
Genève.*

NOTES

¹F. Black, R. Jones, *Simplifying portfolio Insurance*, Goldman Sachs Research Report, août 1996.

²A. F. Perold, W. F. Sharpe, *Dynamic strategies for asset allocation*, Financial Analysts Journal, janvier 1988.

*Tiré à part de «RÉFÉRENCES»
une publication financière du Journal de Genève et Gazette de Lausanne
Novembre 1996*