



Liffe<sup>SM</sup>

NYSE Euronext

# Next

# Option

La lettre des marchés dérivés français

Numéro 34  
JUILLET 2007

## Sommaire

### PAGE 2 - NEWS

- Talents de la gestion
- L'importance des dérivés dans la gestion institutionnelle
- Trophée Euronext.liffe - Régate de la Finance.
- Ouverture des options Nyse Euronext
- Les options sur indice CAC 40®
- De nouvelles échéances pour les options sur actions de type américain

### PAGE 3 - COMPRENDRE

- Les indices Covered Call
- Zoom sur : d'autres indices covered call

### PAGE 4 - ATELIER

#### Exane Derivatives

- « Les options : quel apport de performance dans un portefeuille ? »

### PAGE 5 - TENDANCE

#### Day By Day

- Retour sur un support majeur
- Focus sur : les niveaux horizontaux

### PAGE 6 - ACTEURS

#### Traderforce

- Interview de Jean-Michel Blanco
- Zoom sur : Traderforce

### PAGE 7 - IDÉES

- La gestion des risques est-elle créatrice de valeur ?

### PAGE 8 - PRATIQUE

- Statistiques
- Agenda



## Covered Call, Protective Put

NYSE Euronext poursuit l'enrichissement de sa gamme d'indices. La nouvelle série lancée le 19 juin dernier s'inscrit dans la lignée des outils permettant aux investisseurs, d'optimiser leurs stratégies et de les ajuster aux évolutions du marché. Les indices Covered Call vont ainsi leur donner la possibilité de mesurer la performance d'une stratégie combinant une position longue et la vente d'une option d'achat sur un même indice. Plus précisément, les deux premiers indices lancés le 19 juin combinent une position longue respectivement sur l'indice CAC 40® parisien et l'indice AEX® amstellodamois, et la vente d'un call 105 % en dehors de la monnaie sur leurs indices respectifs. Ils offrent de ce fait aux investisseurs une meilleure performance dans les configurations baissières à modérément haussières de l'indice, tout en abaissant le niveau de volatilité de leurs positions. L'indice CAC 40® Covered Call, basé à 100® le 30 décembre 1999, affiche ainsi, entre cette date et le 30 janvier 2006, une progression de 61,13 %, pour une volatilité moyenne de 18,95 %. Contre une performance et une volatilité de respectivement + 7,27 % et 22,73 % pour l'indice CAC 40®...

A l'inverse, les indices Protective Put, eux aussi déclinés sur le CAC 40® et l'AEX®, offrent une exposition au marché tout en assurant une protection en cas de retournement sensible de l'indice. L'indice CAC 40® Protective Put, tout comme son homologue AEX®, combine une position longue et l'achat d'une option de vente en dehors de la monnaie, un put 95 % en l'occurrence. Une stratégie plus efficace, quant à elle, sur de courtes périodes et en cas de marché fortement baissier.

Ces indices sont destinés à être supports de trackers et produits structurés. Et par l'intermédiaire de ces nouveaux produits, les particuliers pourront investir directement sur des stratégies d'option jusqu'alors réputées réservées aux spécialistes ou professionnels.

## Chiffres clés

**452 millions**

de contrats à terme négociés  
sur Liffe de janvier à juin 2007

**79 %**

des sociétés de gestion déclarent utiliser  
les produits dérivés de façon très courante  
d'après l'enquête Multiratings-Liffe

**398 956**

contrats à terme et d'options négociés  
en moyenne quotidiennement  
à Paris en juin 2007

# Les gestions notées par les institutionnels

Le mercredi 28 mars s'est déroulée dans le cadre du Forum Gi la remise des Talents de la Gestion organisée par Multiratings en partenariat avec NYSE Euronext. Cette cérémonie de remise des prix a rassemblé plus de 400 personnalités du monde de la gestion de capitaux : investisseurs institutionnels, sociétés de gestion... 10 prix ont été attribués par les investisseurs institutionnels au cours de la soirée venant récompenser les meilleures équipes de gestion dans 10 classes d'actifs ainsi que 2 prix spéciaux.



Gérant	Fond	Catégorie
Eric Bonnet	Adi Gestion	Fonds Alternatifs
Jean-François Vert	AGF AM	Fonds de fonds alternatifs
Marc Renaud	CCR Actions	Actions Europe
François Roudet	Lazard Frères Gestion	Actions US
Emmanuel Morano	La Française des Placements	Actions Internationales
Vincent Strauss	Comgest SA	Actions Emergentes
Isabel Levy	Metropole Gestion	Actions Japon
Jeremy Cave	Schroders	Obligations d'Etat
Philippe Berthelot	Axa Investment Managers	Obligations d'Entreprises
Naïm Abou-Jaoude	Dexia AM	Monétaire Dynamique
Jean-Pierre Grimaud	Swiss Life	Institutionnel de l'année
AXA IM	AXA IM	SGP de l'année



## Brèves

### Trophée Euronext.liffe - Régate de la Finance.

Vieux loups de mer ou jeunes matelots, tous ont relevé le défi du Trophée Euronext.liffe les 2 et 3 juin à Douarnenez. Avec 22 bateaux en course, les plus grands noms de la finance, AGF, BNP, CALYON, FORTIS, HSBC, NATIXIS étaient présents autour d'Euronext.liffe pour défendre leurs couleurs. N'attendez pas le Trophée 2008 et mettez le Cap sur les Options ! Pour toute information sur la prochaine édition, rendez-vous sur [www.regatedelafinance.com](http://www.regatedelafinance.com) ou [contact@comandsea.fr](mailto:contact@comandsea.fr).



### Ouverture des options Nyse Euronext

Suite à la première cotation de l'action NYSE Euronext, Liffe a lancé le 4 avril 2007 une nouvelle classe d'option de type américain portant sur ce sous-jacent et négociable sur les marchés d'Amsterdam et de Paris. Les maturités disponibles s'étendent jusqu'à juin 2009 avec les échéances juillet 2007, août 2007, septembre 2007, décembre 2007, mars 2008, juin 2008, décembre 2008 et juin 2009.

### Options sur indice CAC 40®

Depuis le 21 mai 2007, Liffe a mis en place une nouvelle politique de gestion des intervalles entre les prix d'exercice et un nouveau cycle d'échéances pour le contrat d'option sur indice CAC40®, négociable sur le carnet d'ordres central (de type américain et européen). Cette nouvelle politique a pour but d'améliorer la granularité des prix d'exercices proposés à la négociation. Les autres caractéristiques du contrat restent inchangées.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.euronext.com](http://www.euronext.com).

### De nouvelles échéances pour les options sur actions de type américain

Depuis le 21 mai 2007 de nouvelles échéances semestrielles du cycle juin / décembre sont ouvertes à la négociation sur certaines options sur actions de type américain.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.euronext.com](http://www.euronext.com) rubrique options sur actions.

## L'importance des dérivés dans la gestion institutionnelle



Une enquête réalisée en partenariat par Multiratings et Liffe auprès de 45 sociétés de gestion et institutionnels souligne l'importance des produits dérivés dans la gestion institutionnelle.

- L'utilisation des dérivés est importante chez les investisseurs institutionnels (45 %) et très courante (79 %) au sein des sociétés de gestion. Pour l'année 2007, interrogées sur leurs perspectives de gestion sur les prochains mois, près de la moitié des sociétés envisage d'accorder une place plus importante aux dérivés dans leur portefeuille.
- La diversité des produits proposés permet aux investisseurs de répondre à des objectifs de couverture aussi bien que de dynamisation de portefeuilles.
- Dans les années à venir, le développement des produits dérivés dans la gestion en général, et dans les portefeuilles institutionnels en particulier devrait se généraliser grâce à une approche pédagogique et des actions de communication vis-à-vis des investisseurs institutionnels et des gérants.

## Indices de volatilité

# Les indices Covered Call

### Les indices Covered Call

Les indices Covered Call (ou Buy & Write) traduisent l'évolution de la stratégie, bien connue en négociation d'options, de vente de call couvert. Cette stratégie consiste pour un investisseur détenteur d'un portefeuille représentatif d'un indice (le CAC 40® par exemple) à vendre une option d'achat (call) suffisamment en dehors de la monnaie sur ce même indice.

### Le choix de l'échéance

L'option d'achat retenue dans le calcul de l'indice a une durée de vie d'un mois. Un roulement mensuel de la position en option est donc effectué à la date d'expiration du contrat d'option sur l'indice (les 3<sup>e</sup> vendredis de chaque mois), afin de maintenir la continuité de la stratégie.

### Le choix du prix d'exercice

Trois facteurs sont pris en compte pour le choix du prix d'exercice de l'option :

- la liquidité nécessaire pour vendre l'option d'achat (call) : une option trop en dehors de la monnaie pourrait ne pas être assez liquide ;
- la rentabilité de la stratégie (la prime de l'option encaissée) : une option très en dehors de la monnaie est peu chère et par conséquent peu attractive pour la stratégie ;
- la probabilité d'assignation : une option trop proche de la monnaie augmente le risque d'assignation.

L'examen de ces trois facteurs conduit en général au choix d'un prix d'exercice d'environ 105 % du prix de liquidation du jour d'expiration. L'option d'achat qui lui est associée est donc à 5 % en dehors de la monnaie.

### La rentabilité de la stratégie

À l'expiration de l'option, la rentabilité de la stratégie peut être appréciée suivant deux scénarios majeurs :

- l'option demeure en dehors de la monnaie ; la prime encaissée permet dans ce cas d'augmenter la valeur du portefeuille. En fonction de la tendance du marché, elle contribue à limiter les pertes ou à améliorer les gains. La position Covered Call réalise donc une meilleure performance qu'une simple position longue sur l'indice sous-jacent.
- l'option expire dans la monnaie ; bien que la prime initiale ait un

effet positif sur la valeur du portefeuille, le potentiel de hausse du sous-jacent dans la stratégie est dans ce cas limité au prix d'exercice de l'option. La position Covered Call atteint donc un gain maximum (prix d'exercice + prime – valeur initiale du sous-jacent), et ne tire pas profit d'une évolution de l'indice sous-jacent au-delà du prix d'exercice.

Il faut cependant noter que la fréquence mensuelle du roulement permet de minimiser cet argument de perte d'opportunité de gains, qui n'est pertinent que si le prix du sous-jacent s'apprécie très significativement en un mois.

### La performance de l'indice CAC 40® Covered Call

Dans les configurations baissières à modérément haussières de marché (moins de 5 % par mois), la stratégie est rentable, comme le montre l'évolution du rendement et de la volatilité de l'indice CAC40® Covered Call, recalculée depuis le 30 décembre 1999.



Année	Covered Call	%	?	Support	%	?	Sup-perform%
30/12/1999	100,00			100,00			
29/12/2000	109,85	9,85%	19,86%	100,46	0,46%	23,49%	9,39%
28/12/2001	93,42	-14,96%	22,29%	79,50	-20,86%	25,96%	5,90%
31/12/2002	70,96	-24,04%	28,57%	53,66	-32,51%	35,05%	8,47%
31/12/2003	90,74	27,87%	19,24%	63,67	18,65%	25,37%	9,22%
31/12/2004	103,34	13,89%	12,60%	70,10	10,10%	13,76%	3,79%
30/12/2005	132,70	28,41%	9,98%	88,74	26,60%	10,83%	1,81%
29/12/2006	161,13	21,43%	13,36%	107,27	20,87%	14,64%	0,55%
Toute période	161,13	61,13%	18,95%	107,27	7,27%	22,73%	53,87%

Depuis cette date, l'indice CAC 40® Covered Call sur-performe systématiquement l'indice de rentabilité CAC 40®, tout en réduisant la volatilité. Sur toute la période analysée, sa performance est supérieure de 53,87 % à celle de l'indice sous-jacent.

### Quelles sont les utilisations possibles ?

Ces nouveaux indices sont créés pour être support de fonds, produits structurés et pourquoi pas de produits dérivés. L'émission d'ETFs sur les indices Covered Call permettrait par ailleurs aux investisseurs individuels de négocier indirectement la stratégie sans être soumis aux contraintes d'une garantie financière exigée par les intermédiaires, et aux appels de couverture quotidiens.

## Zoom sur

### D'autres indices covered call

Des indices covered call ont été initialement introduits par le Chicago Board of Exchange (CBOE), qui a développé le BXM (l'indice Buy&Write basé sur le S&P 500) en 2002. Depuis cette date, le concept a été largement repris par les producteurs d'indices.

Les indices covered call basés sur les indices, DJAI, Nasdaq 100, Russel 2000 ont été lancés aux Etats Unis. Plus récemment en Europe, Deutsche Börse et Euro Stoxx ont lancé les indices covered call basés respectivement sur le DAX et le DJ Euro Stoxx 50.

Les émissions de fonds et d'ETFs basés sur les indices susmentionnés traduisent un intérêt grandissant des investisseurs pour les stratégies permettant d'augmenter le rendement de leurs portefeuilles tout en réduisant la volatilité.

En savoir plus sur les indices covered call : <http://newindices.euronext.com>

## Les options, quel apport de performance dans un portefeuille ?



Ludovic Bobinet et Romain Blanchet, d'Exane Derivatives, apportent des réponses concrètes à la question que peut se poser tout gestionnaire d'actif soucieux d'optimiser son temps et ses performances : l'utilisation des options dans la gestion d'un portefeuille est-elle rentable ? Démonstration par l'exemple.

« Attention, il ne s'agit absolument pas d'un nouveau modèle de gestion » prévient, d'entrée de jeu, Ludovic Bobinet, responsable vente chez Exane Derivatives. L'objectif de sa démonstration, présentée lors d'une conférence organisée par Liffe en juin dernier, est plus prosaïque : calculer et quantifier l'apport de performance d'une stratégie optionnelle à un portefeuille de gestion directionnelle classique.

**Première stratégie exposée : une vente de Strangle (vente croisée de put et de call) dans un portefeuille d'actions européennes.** Afin de ne pas « fausser » les résultats, les « backtesting » ont été réalisés sur une période de 12 mois (juin 2006/mai 2007), « reconnue comme défavorable aux vendeurs d'options », précise Ludovic Bobinet.

Autres hypothèses de la simulation : vente de calls (105 %) ou vente de puts (95 %) 1 mois ; ventes automatiques réalisées tous les mois ; calculs sur primes nettes encaissées (1 % de frais de courtage). Les résultats, quant à eux, sont déclinés selon trois situations : backtesting sur l'indice, backtesting sur les valeurs elle-mêmes, backtesting sur une sélection de valeurs (les 30 titres dont la volatilité est comprise entre 18 % et 25 %). Dans tous les cas, la conclusion est identique, et l'apport de performance s'affiche en territoire très largement positif : de + 27 % à + 39,9 % de supplément de rendement annuel !

Bien sûr, reconnaissent les représentants d'Exane Derivatives, « les maturités et les strikes n'ont pas été choisis au hasard. Les résultats sont meilleurs sur un mois que sur trois. Quant aux strikes, on peut les élargir : le surplus de performance est alors moins élevé, mais le taux de réussite des stratégies augmente ».



Indice	Perf. An. ss-jacent	Apport de perf.	Perf. Totale indice + strangle	Contribution à la perf.	Rdt (=primes encaissées)	% Résultats positifs
Strangle 1M 95%/105%	25.3%	7.2%	32.52%	28.5%	8.4%	91.7%
Call 105% 1M	25.3%	1.4%	26.74%	5.7%	3.0%	83.3%
Put 95% 1M	25.3%	5.3%	30.59%	20.9%	5.3%	100.0%

L'occasion de rappeler que les stratégies optionnelles doivent évidemment être optimisées pour donner le meilleur d'elles-mêmes. Et que leurs performances dépendent aussi, évidemment, des conditions de marché : de la volatilité, mais pas seulement... Quelques règles d'or s'imposent toutefois : il faut vendre des options à court terme, et les acheter à long terme. Mais l'essentiel, insiste Ludovic Bobinet, c'est qu'il faut « avoir une opinion fondamentale sur le sous-jacent avant de se déterminer sur la stratégie dérivée ».

**Exemple pratique de « l'outil » optionnel comme déclinaison naturelle d'une gestion traditionnelle :** de l'intérêt d'inclure un faible pourcentage de calls dans un portefeuille

actions. En substituant à un portefeuille 100 % investi un portefeuille investi à 98 % en actions et à 2 % sur des calls indiciels 100 % un an, on obtient, selon Exane Derivatives, et toujours sur la même période de référence, une surperformance de ... 550 points de base. Une stratégie encore plus efficace dans un contexte de faible volatilité (les calls sont moins chers et offrent un meilleur effet de levier), et lorsqu'elle est déclinée valeur par valeur. « Si le gérant a raison dans son analyse fondamentale, l'achat de calls s'avère un outil exceptionnel de leveraged de son stock-picking », synthétise Ludovic Bobinet.

**Dernier exemple développé par l'équipe d'Exane Derivatives : la couverture d'un portefeuille.** Une stratégie aujourd'hui fortement plébiscitée par les investisseurs, mais qui se heurte souvent, en pratique, à un problème de taille : son coût. C'est pourquoi il faut prendre le problème à l'envers, et proposer des stratégies à faible prix. En ne couvrant par exemple que des scénarii de « stress maximum », supposant un recul des marchés supérieur à 15 % », explique Ludovic Bobinet.

Pour optimiser ces stratégies de « Buy and Hold », les investisseurs disposent essentiellement de deux leviers : la maturité et le prix d'exercice. Les simulations réalisées en faisant varier la maturité démontrent qu'il vaut mieux privilégier les maturités longues, et qu'il s'agit de stratégies efficaces dans la baisse, mais coûteuses

dans la hausse. Les couvertures obtenues en faisant varier le prix d'exercice sont, à l'inverse, plus coûteuses dans la baisse, et s'optimisent en préférant des prix d'exercice proches de la monnaie. Toutefois quelque soit le prix d'exercice ou la maturité choisis, la mise en oeuvre de ce type de couverture passive (puts achetés « à la monnaie spot », conservés jusqu'à l'échéance, position roulée) sur les 8 dernières années (janvier 1999/juin 2007) s'est traduite dans tous les cas (sauf un) par une performance additionnelle positive, et dans tous les cas (sans exception) par une réduction sensible de la volatilité des portefeuilles.

GLOBAL de 01/1999 à 06/2007					
Maturité	Strike	Perf ann	Vol	VaR	#roll
12	105%	2.0%	9%	-4%	8
12	100%	2.1%	11%	-5%	8
12	95%	2.3%	12%	-5%	8
12	90%	2.2%	13%	-6%	8
12	85%	1.9%	15%	-6%	8
12	80%	1.5%	16%	-7%	8
Ref Indice		1.9%	23%	-13%	

Exane Derivatives rappelle qu'il ne s'agit, en outre, que de stratégies passives. Les résultats peuvent être encore améliorés par une gestion active des positions. En témoignent les taux de réussite obtenus par le courtier ces quatre dernières années : 80% en moyenne... Démonstration concluante.

Avertissement : Cette analyse financière a été réalisée par la société Exane Derivatives. Liffe décline toute responsabilité dans l'utilisation et l'interprétation qui peuvent être faites de ces informations.

## Analyse Technique

## Retour sur un support majeur

Au mois de mars, Carrefour faisait la une des journaux, avec un changement important de composition de son capital, et le départ de son président. La bourse avait très bien accueilli cette nouvelle, et le titre atteignait son plus haut point depuis 2001, à 57 €. L'avenir de Carrefour est-il derrière lui ? Peut-on espérer une reprise des cours boursiers ?

Nous vous proposons de travailler sur un graphique hebdomadaire de Carrefour, pour faire ressortir l'importance des niveaux de retracement de 50 % des hausses.

Un retracement correspond à un pourcentage de correction d'un mouvement précédent. Par exemple, entre octobre 2005 et octobre 2006, Carrefour a progressé d'un point bas à 36 € à un point haut à 51,4 €, soit une hausse de 15,4 €. Retracer 50 % de cette hausse, c'est baisser de  $50\% \times 15,4$  ; soit de 7,7 €. On pouvait anticiper qu'un bon niveau pour acheter Carrefour serait atteint après une baisse de 7,7 € depuis son sommet à 51,4 €, soit à 43,7 €.

Ce niveau a été enfoncé pendant 4 jours en janvier 2007, avant de permettre la forte accélération vers 58,4 €.



Aujourd'hui, Carrefour rejoint un ensemble de niveaux très intéressants.

D'une part, le retracement de 50 % de la hausse du début d'année. D'autre part, la moyenne mobile à un an tourne autour de 50,5 €. Ce niveau était celui du sommet précédent.

Enfin, c'est sur cette zone de prix que les volumes ont été les plus étoffés lors de la prise de participation de Bernard Arnaud et Colony Capital en mars. Cette valorisation de Carrefour, si elle était attractive alors pour ces deux investisseurs, devrait continuer à susciter des ordres d'achat de la part des mêmes investisseurs, ou d'autres.

Carrefour est donc un titre sur lequel il est bon de se porter à nouveau dans une optique de moyen terme, et pour viser 60 € en fin d'année.

## Focus sur

## Les niveaux horizontaux

Nous avons en mars évoqué la série de Fibonacci, et nous revenons sur un nombre bien particulier et très puissant sur les marchés, le ratio des premiers termes de la série de Fibonacci ; 1 / 2 ou encore 50 %, ratio qui est aussi au centre de la théorie boursière développée par W.D. Gann. Qui n'est pas ravi de gagner 50 % sur un investissement, ou désespéré d'en perdre 50 % ? Une hausse de 50 % à partir d'un point bas notable provoque des prises de profit, donc crée une résistance. Une baisse de 50 % par rapport au plus haut, déclenche des ventes de capitulation, et des envies d'acheter, donc un support.

Une variante de cette règle, est celle du retracement de 50 % que nous utilisons sur Carrefour, niveau de support important pour tous les actifs.

## « L'un des très rares outils capable d'optimiser les transactions sur options... »



Jean-Michel Blanco, fondateur et dirigeant de Traderforce, explique les services développés par sa société, et les outils spécifiques proposés aux utilisateurs de produits dérivés. Interview.

### Quels sont les métiers de Trader Force ?

**Jean-Michel Blanco** – Traderforce, membre du groupe FlexTrade, développe et commercialise une gamme de plates-formes technologiques à destination de la communauté financière internationale. Il intervient aujourd'hui sur les marchés de l'Execution Management System (EMS), de la fourniture de données de marchés (Market data), et du risk management. Les solutions que nous proposons à nos clients investisseurs institutionnels et brokers (près de 200 à ce jour) sont des solutions haut de gamme, construites autour d'algorithmes propriétaires – FlexTrade est le leader mondial des algorithmes de marché... Et, à la différence de bon nombre de nos concurrents, ces plates-formes ne demandent aucun déploiement technologique ou matériel particuliers.

### Pouvez-vous nous rappeler ce qu'est un EMS ?

**JM B** – Un Execution Management System est un système de gestion et d'optimisation de l'exécution des ordres de marché. Il s'interface entre le système interne de gestion des ordres de l'investisseur (l'OMS, ou Order Management System), et le ou les systèmes de trading de son ou de ses brokers. Un EMS permet ainsi de segmenter un ordre principal en une série d'ordres électroniques apparentés, de manière à en optimiser l'exécution en tenant compte des contraintes du marché (liquidité), d'objectifs de rentabilité ou de cours de référence. L'EMS développé par Traderforce, connecté aux données de marchés, permet en outre de suivre en temps réel les cours de l'ensemble des ordres exécutés et de les comparer au cours constaté lors du passage de l'ordre initial (load price).

### Vos solutions s'appliquent-elles aux ordres spécifiques sur produits dérivés ?

**JM B** – TF EMS (Traderforce Execution Management System) est un système multi-asset class couvrant les actions, les futures, les options et le change. Il génère en effet un " ticket " contextuel à la classe d'actif traitée, ajoutant, le cas échéant, les champs spécifiques à chaque catégorie de transaction. Comme, par exemple, la maturité et le prix d'exercice pour les options. Notre EMS est d'ailleurs, grâce à la diversité et à la profondeur des flux de marchés agrégés par Traderforce, l'un des très rares outils capable d'optimiser les transactions sur options, opérations complexes à traiter en raison du très grand nombre d'actifs sous-jacents.

### Quels services en particulier proposez-vous aux utilisateurs de produits dérivés ? Cette offre va-t-elle évoluer dans les prochains mois ?

**JM B** – Les nombreuses fonctions proposées à nos clients sont identiques pour toutes les classes d'actifs. Flux d'informations, graphiques, cotations et carnet d'ordres, outils d'analyse, création de tickets et suivi des ordres, sont accessibles en temps réel, à partir d'un même écran. Nous travaillons toutefois actuellement sur la mise en place d'une interface spécifique aux stratégies combinant opérations cash et dérivés, ou purement dérivés. L'objectif de ce nouveau service est de permettre à nos clients une meilleure efficacité dans la visualisation, le suivi, et l'optimisation des ordres liés. Il sera disponible d'ici la fin de l'année.

## Zoom sur

### Traderforce

**Date de création** : 1999

**Activité** : Traderforce propose aux professionnels des marchés financiers des plates-formes de transactions électroniques, d'information financière et de gestion de risque. Grâce à sa technologie innovante en mode ASP et client léger, les services Traderforce sont disponibles " on-demand " sans déploiement de serveur et logiciel sur site client. En 2005, FlexTrade Systems, leader mondial des solutions de trading algorithmique a pris une participation majoritaire dans Traderforce.

**Principaux produits et services** : quatre gammes de produits : Trading, Market data, Risk Management et Publication Peer to Peer.

**Trading** : Traderforce relie les communautés buy-side et sell-side à l'aide de ses plates-formes de trading avancé (EMS) et permet d'optimiser la bonne exécution des transactions de marché (best execution).

**Market data** : Traderforce propose une gamme d'outils analytiques et de flux d'information en temps réel dans une interface conviviale, nomade et personnalisable. Grâce à sa couverture internationale de données de marché, à sa puissance analytique et à sa technologie ASP, Traderforce est

une des solutions market data les plus compétitives du marché.

**Risk Management** : Destiné aux utilisateurs buy-side (table de négociation, hedge funds, banque privée, etc.), TraderRisk propose une tenue de position en temps réel, des pricers d'instruments dérivés, des outils avancés d'analyse de risque (VaR, Monte Carlo) et de reporting.

**Publication Peer to Peer** : Grâce à sa technologie, Traderforce Open Publisher permet de partager n'importe quelle information de marché entre les professionnels de marché: document de recherche, analyse pre-trade, reporting post-trade, prix de marché OTC, position de portefeuille, indication d'intérêt (IOI), etc.

**Présence internationale** : Paris, New York, Londres et Singapour.

**Clientèle** : Traderforce équipe plus de 200 institutions financières en Asie, aux USA et en Europe : gestion institutionnelle, banque privée, hedge funds, broker et banque d'investissement.

**Effectif** : 45 personnes dans le monde.

**Site Internet** : [www.traderforce.com](http://www.traderforce.com)

## L'utilisation des produits dérivés par les entreprises non-financières

# La gestion des risques est-elle créatrice de valeur ?

La gestion des risques tient une place de plus en plus importante dans la politique financière des entreprises qui ont de plus en plus recours aux produits dérivés. Mais qu'est-ce qui justifie cet engouement ? En quoi l'activité de gestion des risques financiers est-elle créatrice de valeur ?



Les entreprises non-financières ont-elles intérêt à réduire la volatilité de leurs cash-flows, éventuellement en utilisant des produits dérivés ? Pour les dirigeants et la plupart des investisseurs, cela ne fait aucun doute. En fait, la question mérite réflexion. Le cadre théorique le plus souvent retenu pour traiter de cette question est celui proposé par Franco Modigliani (Nobel, 1985) et Merton Miller (Nobel, 1990), deux éminents économistes à l'origine de la théorie moderne de la finance d'entreprise. Ces deux auteurs ont été les premiers à examiner formellement les conditions dans lesquelles la politique financière affecte la valeur de l'entreprise. Leurs travaux ont donné lieu à de très nombreux prolongements, en particulier dans le domaine de la couverture des risques par les entreprises non-financières.

Le résultat auquel conduit le modèle théorique de base est plutôt déroutant. Les dirigeants n'ont, a priori, pas à se soucier de la gestion des risques financiers. La raison invoquée est simple : le niveau de couverture décidé par l'entreprise peut être atteint directement et à moindre coût par les investisseurs qui détiennent des portefeuilles diversifiés. Pour bien comprendre, prenons l'exemple de deux entreprises identiques, si ce n'est que l'une craint une appréciation de l'euro, l'autre une dépréciation. Pour les actionnaires qui détiennent des parts de ces entreprises, il n'est pas souhaitable que les entreprises engagent des frais pour se couvrir. C'est non seulement coûteux, mais inutile dans la mesure où un portefeuille constitué à parts égales des deux entreprises est de toute façon immunisé contre les variations du taux de change.

Est-ce à dire que les dirigeants doivent, dans l'intérêt des actionnaires, renoncer à mener toute politique de couverture et ignorer les produits dérivés ? La réponse est non. En fait, l'argument précédent est obtenu au prix de nombreuses simplifications. Ainsi, l'argument ne vaut que si les investisseurs ont effectivement des portefeuilles bien diversifiés et les compétences nécessaires pour se couvrir le cas échéant. En pratique ce n'est bien sûr pas toujours le cas. Il faut ensuite considérer l'effet de la fiscalité : l'utilisation de produits dérivés comme instruments de couverture est créatrice de valeur lorsque l'impôt est progressif. Considérons une entreprise exportatrice dont les ventes sont réglées en dollars. Son directeur financier prévoit un bénéfice avant impôts de 120 millions d'euros en cas d'appréciation du dollar, contre une perte de 30 millions en cas de dépréciation. On suppose par ailleurs que

le taux d'imposition sur les bénéfices est de 30%. Le bénéfice net moyen en l'absence de couverture est alors de 27 millions d'euros. Supposons maintenant que l'entreprise décide de se couvrir. Quelle que soit l'évolution de la parité EUR/USD, le bénéfice avant impôts est de 40 millions d'euros. Ce montant est inférieur au bénéfice avant impôts moyen lorsque l'entreprise n'est pas couverte, en raison du coût de la couverture (volontairement exagéré ici), mais le bénéfice net est, lui, supérieur : une réduction de la volatilité des bénéfices avant impôt se traduit par une diminution de l'impôt à payer moyen.

Taux d'imposition = 30 %

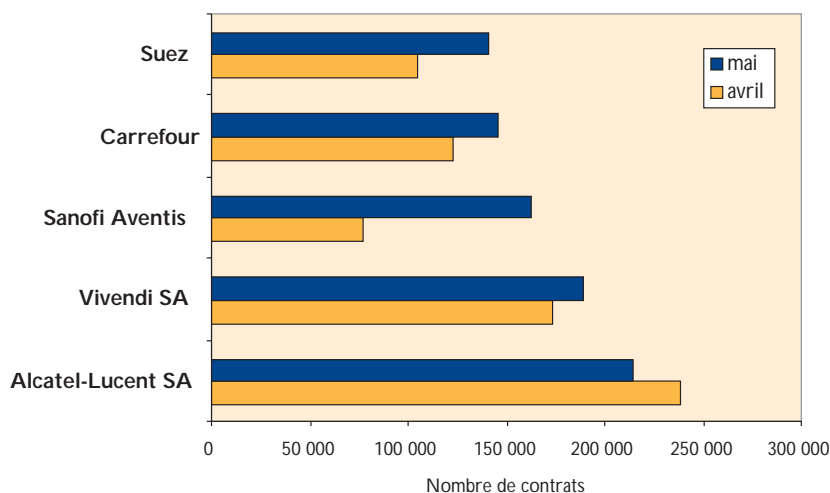
Sans couverture	↑\$	↓\$	Moyenne
Bénéfice avant impôts	120	- 30	45
Impôt à payer	36	0	18
Bénéfice après impôts	84	- 30	27
Avec couverture			
Bénéfice avant impôts	40	40	40
Impôt à payer	12	12	12
Bénéfice après impôts	28	28	28

Bien d'autres éléments viennent renforcer l'intérêt des entreprises non-financières pour la gestion des risques et l'utilisation de produits dérivés. Cela permet, en effet, de prévenir les problèmes de trésorerie et de réduire les coûts de faillite avec la diminution la probabilité de détresse financière. Cela permet également de réduire le coût des financements externes (la probabilité que l'entreprise puisse rembourser ses créanciers augmente, d'où diminution de la prime de risque, accès plus facile au crédit bancaire...). Enfin, notons que les dirigeants sont plutôt incités à couvrir les risques financiers, et ce dans leur propre intérêt, car une trop grande volatilité des bénéfices avant impôt est susceptible de fragiliser leur position à la tête de l'entreprise, ... à moins qu'ils ne détiennent des stock-options. Dans ce cas, peut être ont-ils au contraire tendance à prendre trop de risques !

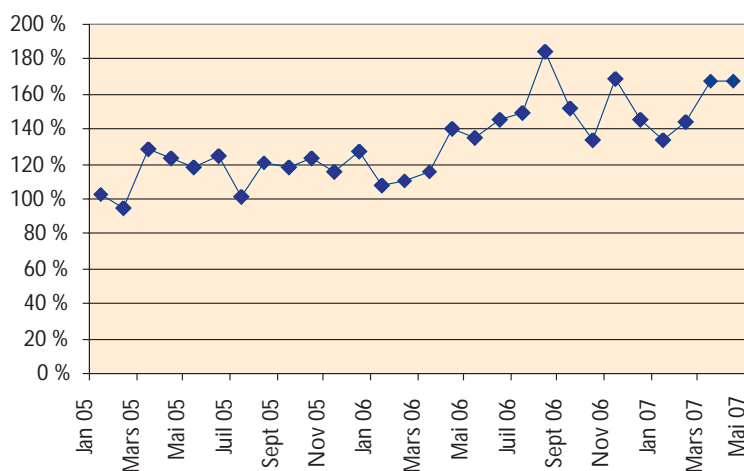
Articles de référence : Franco Modigliani & Merton Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 261-297. Clifford W. Smith & René M. Stulz (1985), "The determinants of firms hedging policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, pp. 391-405.

## Statistiques

Les 5 classes d'options sur actions de style américain les plus traitées en avril et mai 2007



Ratio future CAC40® / actions sous-jacentes  
(ratio des montants nominaux échangés)



### Avertissement :

Euronext se rapporte à Euronext NV et toute autre filiale à au moins 50% d'Euronext NV. Euronext fait partie du groupe NYSE Euronext. Liffe est le nom commercial qui se rapporte aux opérations dérivées d'Euronext, comprenant les marchés dérivés d'Amsterdam, Bruxelles, Londres, Lisbonne et Paris.

Tous les droits de propriété et intérêts afférant à cette publication appartiennent à Euronext et tout autre droit comprenant, sans limitation, brevet, dessin et modèle, droit d'auteur, marque de fabrique et de service, se rapportant à cette publication appartiennent également à Euronext. LIFFE CONNECT® est une marque enregistrée appartenant à LIFFE Administration and Management ("LIFFE") qui est enregistrée en Australie, au Japon, à Hong Kong, Singapour, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en tant que marque communautaire.

Aucune partie de cette publication ne saurait être redistribuée ou reproduite sous aucune forme ou par aucun moyen que ce soit, ou utilisée pour faire des oeuvres dérivées (telles que traduction, transformation ou adaptation) sans l'accord préalable écrit d'Euronext.

La présente publication peut contenir des informations provenant d'autres personnes ou organisation qu'Euronext (ci-après "les tiers"). Euronext n'approuve, ne recommande, ni ne garantit les services fournis par les tiers figurant dans cette publication et Euronext ne peut à ce titre être tenu pour responsable. Euronext n'est pas responsable des placements ou transactions opérés par les tiers cités dans la publication, en ce compris tout conseil (d'investissement ou autre) fourni par ces tiers et portant sur les produits ou services d'Euronext.

Euronext n'est pas responsable (à l'exception de ce qui est requis par la loi) pour ce qui est de l'utilisation des informations contenues ici, quelles que soient les circonstances dans lesquelles elles soient intervenues, qu'elles se rapportent au marché ou autrement. Euronext ou ses agents ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou omissions contenues dans cette publication. Cette publication est à titre d'information et ne constitue ni une offre, sollicitation ou recommandation d'achat ou de vente de placements ou d'engagement dans toute autre transaction. Les informations, descriptions, exemples et calculs contenus dans cette publication sont donnés à titre d'information et ne peuvent être considérés comme formels et catégoriques.

Il est conseillé aux personnes souhaitant échanger des contrats ou options à terme sur des Marchés d'Echange du groupe Euronext, ou les offrir à la vente aux tiers, de vérifier leur position réglementaire dans les juridictions concernées au préalable. Il est conseillé aux éventuels utilisateurs de contrats Liffe de prendre connaissance de l'ensemble des spécificités relatives au produit concerné et de toute information y afférente. Euronext NV, PO BOX 19163 - 1000 GD Amsterdam - Pays-Bas - Tel +31 (0) 20 550 4444.

## Agenda

### Réunion Online Trader - Day by Day

Comment couvrir un portefeuille avec des futures le 24 septembre 2007 au Palais Brongniart.

Renseignements : 01 49 27 14 73

## Statistiques

Retrouvez toutes les statistiques sur les produits dérivés sur le site [www.euronext.com/derivatives](http://www.euronext.com/derivatives) (version française) sous la rubrique "statistiques Monep"

## Nous contacter

### Euronext Paris S.A.

39, rue Cambon

75001 Paris – France

Tél : 01 49 27 14 73

Mail : [nextoption@euronext.com](mailto:nextoption@euronext.com)

[www.euronext.com/derivatives](http://www.euronext.com/derivatives)

## Comité de rédaction

Philippe Hajali,  
Anne Gaignard,  
Claire Guillaumot,  
Hicham Rouissi

Conseil Editorial : Exfine

[exfine@exfine.com](mailto:exfine@exfine.com)

Conception et réalisation :

Wagram éditions 01 34 23 33 00

Si vous souhaitez recevoir directement et gratuitement NextOption dans votre boîte mel, n'oubliez pas de nous laisser vos coordonnées à l'adresse suivante :

[nextoption@euronext.com](mailto:nextoption@euronext.com)

Sinon vous pourrez toujours télécharger gratuitement les numéros de NextOption sur le site [www.euronext.com](http://www.euronext.com).