

Focus sur les dérivés

Le bon, la brute et le truand – entre les connaissances pratiques du marché et la vente d'options couvertes!

Le titre original du présent article devait être « Mythes concernant la vente d'options d'achat couvertes », mais une recherche effectuée dans Google à partir de cette expression a généré quelques centaines de milliers de résultats. Il semble que je ne sois pas le premier à me pencher sur la question. Après avoir exploré bon nombre des résultats pour évaluer si je pouvais apporter ma pierre à l'édifice, j'étais franchement médusé par la plupart des choses que j'ai lues. Selon toute vraisemblance, il en faut peu pour se proclamer expert en options. Même ceux qui ont travaillé dans le domaine des placements semblent mal informés. Dans l'ensemble, ces derniers préfèrent s'en remettre à la « sagesse » de Wall Street ou de Bay Street, voire aux croyances populaires plutôt qu'à des preuves factuelles. Certes, ma recherche m'a permis de dénicher quelques articles de valeur. Mais dans l'ensemble, la littérature disponible vise essentiellement à inciter les investisseurs à négocier des options plutôt qu'à leur fournir de l'information pour qu'ils le fassent correctement.

Voici quelques-uns des exemples de fausse information les plus courants qui sont prétendument des conseils de sagesse boursière.

1. « C'est un véritable jeu d'enfant. »

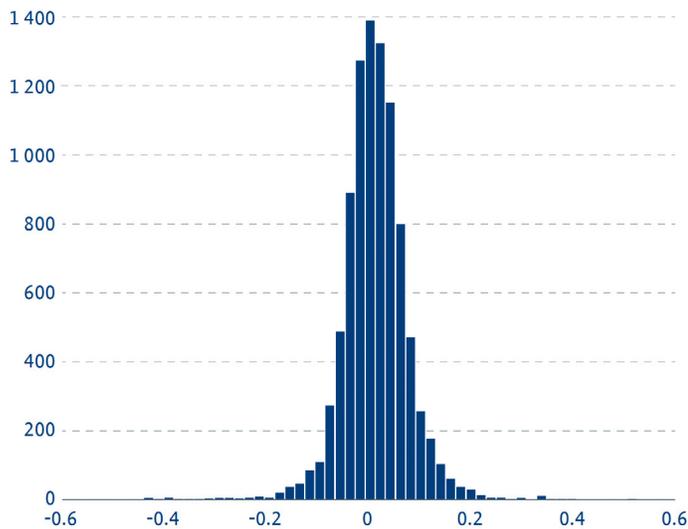
C'est vrai, il est simple d'ouvrir un compte et de vendre des options. Effectuer une intervention chirurgicale au cerveau est également chose relativement simple à accomplir à l'aide d'une scie et d'un couteau tranchant. Mais réaliser l'intervention avec dextérité, c'est une tout autre histoire. Si vous ne comprenez pas parfaitement ce que vous faites, peut-être devriez-vous y penser à deux fois avant d'aller de l'avant : facilement et habilement ne sont pas forcément synonymes. Si vous êtes d'accord avec les points qui suivent, alors il est temps pour vous de retrousser vos manches et de parfaire vos connaissances dans le domaine des options.

2. « Je serais heureux de vendre à ce prix. » / « Je serais heureux d'acheter à ce prix. »

Non, vous ne le seriez probablement pas. Lorsqu'une action se négocie à 30 \$, il est facile d'affirmer que nous serions heureux de la vendre à 32 \$ À CE MOMENT PRÉCIS. Réaliser un profit instantané est toujours une idée séduisante, mais le résultat d'une opération sur options n'est pas immédiat. Plusieurs choses peuvent survenir entre le moment présent et la date d'expiration. Soyez assuré que l'ivresse ressentie à l'idée de réaliser un profit de 2,00 \$ se dissipera rapidement lorsque vous aurez en main votre avis d'assignation et que le cours de l'action en bourse sera supérieur de 8 \$ au prix de levée. Le même principe s'applique aux options de vente couvertes par des liquidités. Vous pourriez être tenté de dire « je suis heureux de payer 28 \$ pour cette action ». Cela pourrait sembler une bonne chose. Or, le problème est que vous auriez vendu votre pouvoir décisionnel et que vous seriez désormais à la merci du marché, et ce, jusqu'à l'échéance de l'option. Si vous n'aviez pas vendu d'options de vente et qu'un événement inattendu était survenu avant la date d'échéance (grève, poursuite, résultats financiers décevants, etc.), il vous aurait été possible d'évaluer la situation et de décider des mesures à prendre à ce moment-là. Cependant, lorsque vous vendez une option de vente, vous ne pouvez plus réévaluer la situation – vous avez vendu ce droit. Cela pèse d'autant plus dans la balance dans le contexte où une action essuie un écart de cours.

Si vous croyez que l'action sous-jacente des options que vous vendez ne peut subir de fluctuations importantes, je vous prie de bien vouloir y réfléchir à deux fois et de vous pencher sur le cas d'une bonne vieille action canadienne de premier ordre, à savoir le titre de BCE. Le graphique qui suit est un histogramme présentant les variations mensuelles du cours de l'action de BCE enregistrées ces dix dernières années. Je soupçonne que les variations mesurées sont beaucoup plus importantes que ce à quoi bien des gens se seraient attendus.

Histogramme : Variations mensuelles du cours de l'action de BCE



3. « Les options d'achat couvertes peuvent entraîner des pertes illimitées. »

La vente d'options d'achat couvertes ou d'options de vente couvertes par des liquidités limite les pertes potentielles du fait que le cours de l'action sous-jacente ne peut descendre sous 0 \$ (cela dit, je suis certain que bien des gens n'ont jamais pensé que les taux d'intérêt pourraient un jour se retrouver en territoire négatif...). Cependant, une telle stratégie comporte un coût de renonciation « illimité ». On dit « illimité » parce qu'une fois que vous avez vendu une option d'achat couverte, le cours de l'action pourrait s'apprécier à l'infini et vous seriez privé de toute appréciation du cours de l'action au-dessus du prix de levée, majoré de la prime encaissée. Cela dit, bien que je ne me sois jamais donné la peine de le vérifier, quelque chose me dit que jamais le cours d'une action ne s'est apprécié à l'infini (voire au-delà).

En supposant qu'une telle situation ne se soit jamais produite sur les marchés financiers, vous pouvez présumer avec assez de certitude que les chances sont encore plus minces que cela se produise durant l'existence éphémère de vos options. Certes, de mauvaises choses peuvent encore se produire, mais pas à l'infini. À propos, il serait peut-être judicieux de déterminer à quel point les choses peuvent mal tourner avant d'exécuter une opération [jetez notamment un coup d'oeil sur l'histogramme ci-dessus].

4. « La vente d'options d'achat couvertes et la vente d'options de vente couvertes par des liquidités donnent un sous-rendement. »

Parfois oui et parfois non. Il en va d'ailleurs de même pour toutes les stratégies de placement. À ce jour, je n'ai jamais entendu parler d'une stratégie qui conviendrait à l'ensemble des catégories d'actifs et à la totalité des actifs qui les composent, et ce, en toutes circonstances. Sous ce rapport, la vente d'options couvertes n'est pas différente; c'est à vous de faire vos jeux.

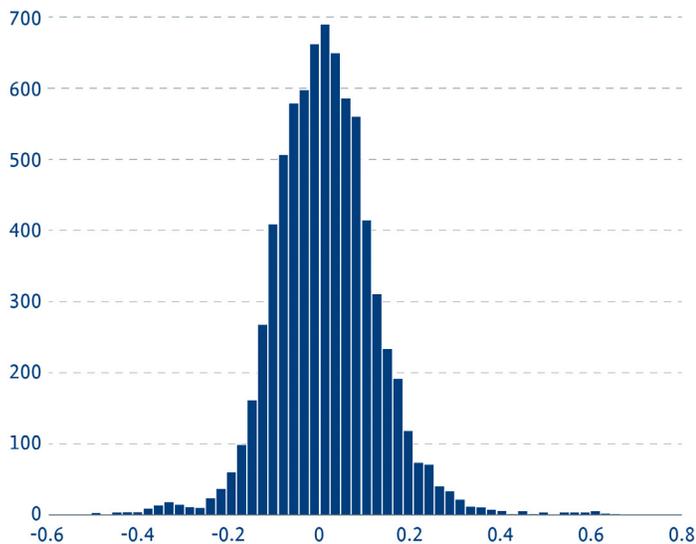
Par ailleurs, vous devez également tenir compte du fait que le sous-rendement et le surrendement sont des concepts qui ne sont pas aussi nets qu'on pourrait le croire. Le résultat ne se résume pas qu'au seul rendement du placement. Le résultat peut sembler une évidence lorsque l'on compare les rendements de divers placements. Cependant, la volatilité ayant mené aux rendements doit également être prise en considération dans l'évaluation de ces derniers. À titre d'exemple, si l'action ABX affiche un taux de croissance annuel composé (TCAC) de 8 % et une volatilité de 16 % sur une période déterminée et si une stratégie reposant sur la vente d'une option d'achat couverte d'une durée de un mois affiche un TCAC de 7,2 % et une volatilité de 10 %, alors on peut affirmer que la vente de l'option d'achat couverte a donné un rendement de 0,8 % inférieur en comparaison. Cette analyse néglige toutefois un facteur important : la stratégie sur l'option comportait un facteur de volatilité de 37,5 % inférieur. En comparant chacune des stratégies, on constate la seule détention de l'action ABX affiche un ratio de Sharpe (taux sans risque exclu) de 0,50 (8 % ÷ 16 %), alors que la vente de l'option d'achat couverte affiche un ratio de Sharpe de 0,72 (7,2 % ÷ 10 %). En d'autres termes, la vente de l'option d'achat couverte a permis de générer un rendement plus élevé par rapport au degré de volatilité. Si l'on avait appliqué un effet de levier à la vente de l'option d'achat couverte de façon à élever le facteur de volatilité au même niveau que celui associé à la simple détention de l'action, alors la stratégie sur l'option aurait enregistré un rendement plus élevé en comparaison pour un taux de volatilité équivalent. Dans ce cas, le rendement aurait été de 11,52 % (0,72 × 16 %).

5. « Les options d'achat couvertes fournissent une protection en cas de baisse. »

Cela est faux. Si votre maison était dévastée par un incendie, si votre compagnie d'assurance vous remboursait 1 % de la valeur de votre maison et si vous vous sentiez malgré tout protégé, alors vous pourriez affirmer qu'une option d'achat couverte fournit une protection contre la baisse du cours de l'action. Personne ne partagerait toutefois votre avis. La prime d'une option dont le temps à courir jusqu'à l'échéance est d'un mois peut représenter environ 1 % de la valeur de l'action sous-jacente (la valeur de la prime repose sur un grand nombre de variables), ce qui constitue une bien maigre protection si l'on considère la multitude d'événements susceptibles de survenir en l'espace d'un seul mois.

Le graphique qui suit illustre la distribution des variations mensuelles du cours de l'action ABX enregistrées ces 20 dernières années. Comme dans le cas de l'histogramme présenté précédemment au point 2 au sujet de l'action de BCE, les variations sont probablement beaucoup plus importantes que ce à quoi se serait attendue la majorité des investisseurs. Une prime de 1 % ne protège pas tellement un investisseur qui subit une chute du cours de l'action de plus de 40 %...

Histogramme : Variations mensuelles du cours de l'action ABX



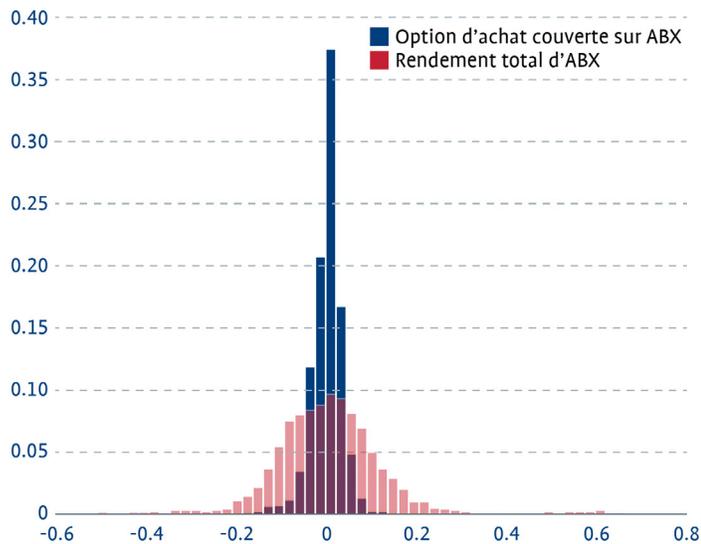
6. « Les options d'achat couvertes procurent toujours un sous-rendement du fait qu'elles éliminent toute possibilité de gains importants. »

Bien que vérifiée dans certaines situations, cette affirmation ne rend pas compte de tous les faits. En vous engageant dans une telle stratégie sur options de la sorte, vous pourriez effectivement perdre au change si le cours l'action sous-jacente venait qu'à s'apprécier fortement. En revanche, vous encaissez une prime à l'avance qui compense cette éventualité. Ce que vous provoquez en vendant une option d'achat c'est essentiellement une modification de la distribution du rendement de votre placement par rapport à la simple détention de l'action. Dans l'éventualité où vous auriez à choisir entre la vente d'une option d'achat couverte et la simple détention de l'action, vous auriez intérêt à comprendre la différence entre la distribution de rendement de chacune des stratégies.

Le graphique qui suit compare la distribution des rendements mensuels de la stratégie de vente d'options d'achat couvertes portant sur l'action ABX avec la distribution des rendements totaux mensuels (dividende compris) de l'action ABX. La stratégie de vente d'options d'achat couvertes présente une distribution plus étroite et au sommet plus élevé comparativement à la seule détention de l'action sous-jacente.

Cette structure de base est typique des stratégies de vente d'options d'achat couvertes. Néanmoins, il vous faut garder à l'esprit que chaque action présente une distribution qui lui est propre.

Histogramme : Taux de variation mensuels (%) selon la stratégie



7. « 90 % des options expirent sans valeur. »

Ce motif est souvent invoqué pour convaincre les investisseurs à s'engager dans la vente d'options couvertes, la prémisse étant qu'il est pratiquement impossible de perdre de l'argent lorsque l'objet de la vente expire sans valeur 90 % du temps. Ceci est tout simplement ridicule. L'origine de cet énoncé si fréquemment cité me demeure inconnue. N'empêche, cette idée répandue a fait l'objet d'une réflexion à la Chicago Board Options Exchange en juin 2011. La conclusion de l'organisme fut que 10 % des options étaient exercées, de 55 % à 60 % des positions sur options étaient dénouées avant l'échéance et de 30 % à 35 % des options expiraient sans valeur. Le bon sens doit donc l'emporter ici. Si vous n'êtes toujours pas convaincu, essayez ce qui suit : jetez un coup d'œil sur une chaîne d'options, particulièrement sur la distribution de l'intérêt en cours des options de vente et d'achat; puis, voyez si vous pouvez élaborer un scénario où le prix de règlement de l'action à la date d'échéance pourrait faire en sorte que 90 % des options expirent sans valeur.

8. « La vente d'options couvertes est une stratégie qui permet de générer des revenus. » « Vous êtes rémunéré pour attendre. »

Ces déclarations sont regroupées ensemble non seulement parce qu'elles sont tout aussi fausses l'une et l'autre, mais aussi parce que chacune d'elles laisse entendre que vendre des options est synonyme d'imprimer de l'argent. En réalité, il s'agit purement et simplement d'arguments de marketing. Pour fin de comparaison, considérons une vraie stratégie génératrice de revenus : la détention d'une obligation gouvernementale. Lorsque vous investissez 100 \$ dans l'achat d'une obligation gouvernementale qui porte intérêt à un taux de 2 %, c'est comme si vous prêtiez au gouvernement de l'argent pour une période déterminée et que vous receviez 1 \$ tous les six mois, et ce, jusqu'à l'échéance du prêt. Dans les livres comptables, le gouvernement affiche un passif et vous un actif qui génère un revenu. Lorsque vous vendez une option, les écritures se trouvent inversées. Dans les faits, c'est comme si vous empruntiez une somme d'argent équivalente à la prime et que vous vous retrouviez avec une créance d'une valeur indéfinie, laquelle devra être remboursée à l'échéance. Dans le cas d'un emprunt conventionnel, vous êtes tenu de rembourser le capital. Dans le cas de la vente d'une option, vous conservez en totalité ou en partie la prime (le capital) selon le scénario le plus optimiste ou bien vous êtes tenu de rembourser de nombreuses fois le montant du capital selon le scénario le plus pessimiste.

Une autre façon d'envisager cette question est de comparer la vente d'options à la vente de produits d'assurance. Lors de la vente d'une police d'assurance, les sociétés d'assurance ne comptabilisent pas les primes reçues comme des bénéfices. En contrepartie de la prime encaissée, elles assument des responsabilités (indemnités à verser en cas d'incendie d'une maison, de décès, d'accident de voiture, etc.).

Recevoir un paiement à l'avance en échange de responsabilités financières inconnues et potentiellement illimitées est une stratégie, mais pas une stratégie génératrice de revenus.

9. « Les options qui affichent les rendements annuels les plus élevés sont les plus intéressantes à vendre. »

Pas forcément. Le rendement annuel élevé d'une option s'explique par la volatilité implicite qui est, elle aussi, « élevée ». Pour mettre en oeuvre une stratégie de ce genre, il vous faudra dans un premier temps départager les options qui composent votre univers de placement, de la volatilité implicite la plus élevée à la plus faible. Dans un deuxième temps, vous ne retiendrez que les options dont la volatilité implicite est la plus élevée. Malheureusement, cette façon de procéder néglige le fait que chaque action a une volatilité qui lui est propre. Les mainteneurs de marché d'options n'attribuent pas aveuglément une volatilité implicite à une valeur mobilière. Les mesures reposent sur un raisonnement logique. Pour mettre en oeuvre une stratégie reposant sur cette idée, il vous faudrait être convaincu qu'entre les options sur l'action de Valeant (VRX) et celles sur l'action de la Banque Royale (RY) ce sont toujours les premières qu'il est préférable de vendre.

Par ailleurs, de nombreux facteurs expliquent la volatilité implicite plus élevée d'une valeur mobilière par rapport à une autre, notamment les bénéfices à venir, les grèves potentielles, les règlements judiciaires, les décisions de la FDA ou les discussions portant sur une éventuelle prise de contrôle. Une déclaration générale comme celle formulée plus haut est donc dangereuse puisqu'elle néglige les nombreuses variables qui déterminent le prix d'une option.

10. « Laissez toujours vos options hors jeu expirer sans valeur. »

À mon avis, cet énoncé trouve son origine dans le film *Retour vers le futur* puisque j'ignore totalement comment un investisseur peut savoir si une option sera en jeu ou hors jeu à la date d'échéance. Même à quelques heures, voire à quelques minutes, de l'échéance, cela n'est jamais un fait acquis. Cela dit, je suppose que cette affirmation a pour but de faire valoir que s'il ne reste que quelques jours avant l'échéance d'une option hors jeu, il serait préférable pour un investisseur de la laisser expirer. À ce sujet, sachez qu'il n'y a pas de règle précise. Pour ma part, en règle générale, je ne conserverais pas une position vendeur sur option que je ne voudrais pas exécuter au prix en vigueur. En d'autres termes, si je n'étais pas disposé à vendre une option à un prix de 0,05 \$, serait-il logique pour moi de maintenir une position vendeur sur une option d'une valeur de 0,05 \$? La décision de racheter ou de laisser expirer une option dépend de nombreux facteurs. En voici quelques-uns.

- Le coût de renonciation :

Si votre stratégie de vente d'options est particulièrement efficace, l'option hors jeu qui vient à échéance peut effectivement être considérée comme de l'argent qui dort. Son maintien immobilise du capital. Dans ce cas, il serait peut-être préférable de racheter l'option et de prendre une nouvelle position qui permettrait une meilleure utilisation du capital.

- Les frais d'opération :

Ceux-ci peuvent s'accumuler très rapidement et plomber vos rendements.

- La proximité du prix de levée et le temps restant avant l'échéance :

Une option hors jeu à hauteur de 10 % qui expire dans 10 minutes ne devrait pas vous causer de tort. En revanche, une option hors jeu à hauteur de 10 % qui vient à échéance dans trois mois, c'est une tout autre histoire.

- La volatilité :

Si les cours de deux actions se situent à égale distance du prix de levée, l'action qui affiche la volatilité la plus élevée aura de plus de grandes chances de franchir le prix de levée.

Au final, laissez l'expérience vous guider. Les probabilités que la société Apple fasse l'objet d'une prise de contrôle sont minimes. Par contre, j'ai vu des sociétés de plus petite taille recevoir une offre publique d'achat tout juste après la clôture des marchés le jour de l'échéance d'une option sur leur action.

Les investisseurs qui avaient vendu des options d'achat et qui croyaient l'avoir échappé belle parce que l'action sous-jacente avait terminé la séance à un cours inférieur au prix de levée ont eu toute une surprise le lundi matin lorsqu'ils ont reçu un avis d'assignation et que le cours de l'action avait augmenté de 20 %.

11. « La négociation d'options est un jeu à somme nulle. »

Cet argument est habituellement avancé pour inciter les investisseurs à ne pas recourir aux stratégies sur options. Comment peut-on envisager de faire de l'argent lorsqu'on compte un perdant pour chaque gagnant? En réalité, cela dépend de la façon dont les parties qui négocient gèrent leurs positions respectives. Si je vous vends une action, vous vous retrouvez avec une position acheteur; moi, avec une position vendeur. Dans ce cas, il s'agit véritablement pour vous et moi d'un jeu à somme nulle.

Dans le monde des options, un investisseur peut vendre une option d'achat à un mainteneur de marché et ce dernier, comme il négocie en fonction de la volatilité, utilisera l'action sous-jacente pour protéger sa position au moyen d'une « couverture delta ». Dans ce cas, le vendeur et l'acheteur de l'option peuvent tous les deux tirer profit de l'opération. Par exemple, imaginez un investisseur qui vend une option de vente couverte par des liquidités ayant un prix de levée de 50 \$ contre une prime de 0,50 \$ au moment où l'action sous-jacente se négocie à 50 \$. Si le cours de l'action est de 55 \$ à la date d'échéance de l'option, le vendeur de l'option est gagnant et il conserve la prime de 0,50 \$. Si le mainteneur de marché qui a été acheté l'option de vente a pris soin de se couvrir contre le risque par l'achat de l'action sous-jacente, il pourrait également tirer profit de la même opération. En supposant que le delta de l'option était de 0,50 à la date de l'opération et (aux fins de simplification) que la couverture a été maintenue jusqu'à la date d'échéance, alors le gain réalisé par le mainteneur de marché est de 2,00 \$ $([(55 \$ - 50 \$) \times 0,5] - 0,50 \$)$. En d'autres termes, le mainteneur de marché aurait acheté un nombre d'actions correspondant à 50 % de sa position sur l'option, puis réalisé un profit de 2,50 \$ $(50 \% \times 5,00 \$)$. En soustrayant de ce montant la primée payée, il reste 2,00 \$ $(2,50 \$ - 0,50 \$)$. Les deux parties prenant part à l'opération sont ainsi gagnantes. Les options ne sont pas comme les actions dont les certificats peuvent être rangés dans un coffre fort.

La courte durée de vie des options exige des négociateurs s'appuyant sur la volatilité qu'ils recourent à différentes techniques de gestion des positions telles la couverture en delta neutre et la petite négociation basée sur le gamma. Grâce à ces différentes techniques, les deux parties prenant part à l'opération peuvent réaliser des gains ou des pertes de façon simultanée.

Il faut également tenir compte du fait que des points de vue diamétralement opposés peuvent s'exprimer le marché des options. Sur le marché des actions, lorsque vous achetez un titre vous exprimez un sentiment haussier. À l'inverse, si vous vendez une action, c'est plutôt un sentiment baissier que vous manifestez. Sans doute, la personne (ou l'ordinateur) du côté opposé de l'opération a un point de vue différent du vôtre.

Sur le marché des options, le vendeur d'options d'achat couvertes exprime une opinion sur l'action (celle-ci ne progressera pas au-delà du prix de levée), alors que la partie du côté opposé de l'opération (un mainteneur de marché) émet plutôt une opinion sur la volatilité. Le marché des options est un endroit unique où les points de vue directionnels peuvent côtoyer les opinions portées sur la volatilité. Un tel marché ne peut être traité sommairement comme un jeu à somme nulle.



John Ley est un négociateur de produits dérivés possédant plus de 25 ans d'expérience dans les marchés des capitaux. Il a travaillé au sein de nombreuses institutions, dans divers marchés géographiques, avec de nombreuses gammes de produits. Dans son dernier poste, M. Ley a été directeur général du service des actions institutionnelles et du service des produits dérivés sur actions mondiales à Valeurs Mobilières TD. M. Ley a créé la société Clifton Capital Management Inc. (CCMI), alliant son expérience des produits dérivés avec des outils technologiques de pointe en matière d'analyse et de contrôle ex post à l'égard des produits dérivés. CCMI aide les gestionnaires de portefeuille à gérer les superpositions de produits dérivés et la volatilité, ainsi qu'à créer de nouveaux produits. M. Ley est d'avis que les analyses et les décisions doivent reposer sur des données, comme l'indique la devise de CCMI qui se traduit par « les faits et non la fiction ».

Pour plus d'information

equityderivatives@tmx.com

m-x.ca/options

Les opinions exprimées dans cet article ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc.

Le présent article est uniquement offert à titre d'information générale. Les renseignements contenus dans le présent article, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétés dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente de dérivés, de sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels.