

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

L'innovation financière au service des épargnants



LE CAS DES PRODUITS STRUCTURÉS

Une ingénierie sophistiquée développe depuis une vingtaine d'années des produits financiers répondant aux contraintes et objectifs les plus variés. L'OEE a demandé à des chercheurs dans quelle mesure ces produits répondent à un besoin réel des épargnants et s'ils sont proposés à leur juste prix.

Les partenaires de l'OEE



Jean-Luc Prigent
(Université de Cergy-Pontoise)



Philippe Bertrand
(Université d'Aix-Marseille)



Claire Célérier
(École d'Économie de Toulouse)



Boris Vallée
(HEC, Paris)

LES ENJEUX

- L'encours des produits structurés européens est de 700 milliards d'euros, dont 50 milliards en France (les « fonds à formule »).
- 2/3 des produits sont vendus en banque de détail et 1/3 en banque privée/gestion de fortune.
- La majorité offre une garantie en capital. Ils participent au développement de la gestion passive.

Qu'est-ce qu'un produit structuré ?

C'est un produit dont la performance est déterminée à l'avance par une formule de calcul non linéaire (les ETF n'en sont pas).

L'innovation financière permet d'améliorer les réponses apportées aux besoins des épargnants, qui ne trouvent pas toujours sur le marché des produits adaptés à leurs arbitrages en termes de rendement, de risque et de liquidité. Mais l'innovation peut aussi avoir comme contreparties une complexité inutile voire nuisible et des coûts d'intermédiation excessifs.

L'OEE s'est associé avec deux équipes de chercheurs pour éclairer cette alternative. **Jean-Luc Prigent et Philippe Bertrand** ont comparé le prix auxquels les produits structurés sont vendus en France, à la valeur réelle de la protection qu'ils offrent, tandis que **Claire Célérier et Boris Vallée** utilisent de nouvelles techniques de lexicographie pour mesurer le degré de complexité des produits. Comme ils l'ont montré et à l'occasion d'une conférence/débat avec les acteurs du marché, la complexité peut répondre à trois logiques :

1. Les produits complexes peuvent contribuer à offrir une couverture contre certains risques considérés comme indésirables par l'épargnant, compensée en général par une réduction de la performance espérée du produit. En théorie, ils permettent de compléter l'offre de produits financiers pour **coller au plus près des besoins des ménages**.

2. Mais leur complexité peut aussi **exploiter les « biais cognitifs »** des épargnants, résultant de leurs erreurs d'appréciation ou de leur irrationalité (voir la fiche « Les épargnants ont-ils toute leur tête ? »).

3. Enfin, leur sophistication illusoire peut être utilisée artificiellement pour « **faire la différence** » avec la concurrence.

Claire Célérier et Boris Vallée proposent une métrique pour mesurer le degré de complexité des produits, en fonction du

nombre de paramètres intervenant dans la formule de calcul du retour assuré à l'investisseur. Ils appliquent cette métrique à tous les produits émis depuis 1996 (47 000 prospectus).

Il ressort des études existantes dans différents pays européens (Allemagne, Pays-Bas, Suisse, Danemark) que les prix des produits structurés vendus aux particuliers sont surévalués de l'ordre de 2 à 6 % selon les pays. Alors qu'aucune étude n'avait encore été menée pour le marché français, **Philippe Bertrand et Jean-Luc Prigent** ont évalué les prix des fonds à formule les plus couramment émis par les institutions financières sur le marché français. Leurs résultats empiriques montrent que les produits avec des clauses de garantie standard présentent une surévaluation moyenne de leur prix de l'ordre de 2,4 %. Une deuxième étude des mêmes auteurs a pour but d'évaluer l'adéquation des produits structurés vendus aux particuliers.

Les auteurs cherchent à définir le produit le plus adapté à un client donné, compte tenu de ses caractéristiques et à mesurer le « juste prix » de ces produits. Ils adoptent une approche fondamentale de la théorie de la décision basée sur la maximisation de l'utilité espérée pour modéliser le comportement sur les marchés financiers d'un investisseur, qui souhaite couvrir le risque de son portefeuille et d'un intermédiaire offrant un produit structuré.

Les auteurs introduisent ensuite la notion de variation compensatoire (VC) qui mesure la perte d'utilité résultant de la non adéquation parfaite de l'allocation de portefeuille aux préférences de l'investisseur. La variation compensatoire pour un investisseur s'obtient en déterminant le surplus de capital initial qu'il serait prêt à investir pour parvenir au même niveau d'utilité que celui atteint quand le portefeuille est idéalement optimal.

Enseignements pour les épargnants et les intermédiaires financiers

Le surcoût moyen des produits structurés vendus aux particuliers par rapport à la valeur théorique des garanties offertes est de 2 à 6 % selon les pays.

Ce coût est de 2,4 % en France.

Enseignements pour les épargnants

Les produits structurés avec clause de garantie sont intéressants pour un investisseur uniquement si la hausse est effective, donc particulièrement en cas de marché haussier.

Enseignements pour les intermédiaires

Les produits doivent être proposés au regard du profil (aversion au risque) et des connaissances de l'investisseur, conformément à ce que prévoit la directive MIF.

Les travaux réalisés pour l'OEE

Philippe Bertrand, Jean-Luc Prigent, « Assurance de Portefeuille : contribution des études empiriques et théoriques au "fair pricing" et à l'adéquation des produits structurés avec clause de garantie », Septembre 2011

Philippe Bertrand et Jean-Luc Prigent, « Equilibrium of Financial Derivatives Market and Compensating Variations under Portfolio Constraints », Juillet 2011

Boris Vallée, Claire Célérier, « Le marché européen des produits structurés : innovation, concurrence et complexité », Juin 2011