

## Le risque ou le gain

*La garantie du capital plus que la performance du rendement Indice de référence, effet de cliquet, fonds garantis 100%, fonds à promesse. En cette période de turbulences boursières, les fonds garantis connaissent un succès commercial grandissant. Pourtant, en dépit d'un principe séduisant, leur fonctionnement est compliqué et pas nécessairement adapté à des épargnants privilégiant l'épargne de précaution. Capital immobilisé à moyen*

Comment ressentir le frisson de la Bourse sans risquer de perdre sa chemise ? En investissant dans des "fonds garantis"? Derrière ce nom se cache en effet un produit financier au principe séduisant. L'épargnant investit par exemple sur un indice boursier ou un panier d'actions, pendant une période déterminée, avec sous certaines conditions, la garantie de retrouver le montant de son investissement à l'échéance. Mais la performance n'a rien de garantie. Les résultats ne sont donc en général pas à la hauteur des attentes, au grand dam des souscripteurs n'ayant pas toujours compris toutes les subtilités de ces fonds au fonctionnement complexe. Malgré un succès marketing qui ne se dément pas, il ne s'agit néanmoins pas d'un produit miracle, comme l'ont montré certaines déconvenues récentes.

**Le succès de l'épargne de précaution** Le dégonflement de la bulle Internet dans les années 2000 ayant entraîné une forte baisse de la Bourse, les épargnants ont recherché des placements sans risque, privilégiant les supports monétaires au détriment de ceux investis sur les actions. Mais dans un contexte de taux d'intérêt peu élevés, les rendements obtenus sur les marchés monétaires se sont révélés décevants, laissant bon nombre d'épargnants sur leur faim. Face à cette situation, les établissements financiers leur ont alors proposé d'orienter leur épargne vers des fonds à capital garanti, permettant de participer à l'évolution du marché actions mais sans risque de perte.

Malgré une décennie boursière à oublier au plus vite, la demande des épargnants pour ces produits reste forte. Il faut dire qu'en offrant une garantie sur le capital investi, sous certaines conditions, l'investisseur particulier se sent rassuré. Dans la période de turbulence boursière actuelle, il privilégie avant tout la sécurité, si l'on en croit l'étude de l'Insee publiée le 30 novembre dernier. Ainsi, *"depuis la crise, on a observé une forte fuite vers l'épargne dite de précaution"*, ajoute Nicolas Bouzou, économiste au sein du cabinet d'analyse économique et de conseil Asterès.

*L'épargnant investit sur un indice boursier ou un panier d'actions, pendant une période déterminée, avec sous certaines conditions, la garantie de retrouver le montant de son investissement à l'échéance* D'ailleurs, la place aujourd'hui occupée par les fonds garantis au sein du marché français de la gestion collective témoigne de leur succès. Ainsi, malgré un développement relativement récent, l'agence EuroPerformance évalue actuellement leurs encours à environ 50milliards d'euros.

Selon Antoine Delon, directeur chez SGCIB, *"les fonds garantis ont fleuri de toute part pour répondre aux attentes des investisseurs, échaudés par la crise et privilégiant les investissements défensifs"*. Les services marketing des banques et des compagnies d'assurance essaient de profiter à plein de cette période d'incertitude pour vendre ce type de fonds, en mettant en avant l'argument "choc" de la garantie en capital. Il suffit d'ailleurs de consulter les sites Internet des principales institutions françaises pour se rendre compte de l'ampleur du phénomène, et l'épargnant n'a plus que l'embarras du choix. Les fonds garantis prennent ainsi le relais des fonds investis en actions, réputés à risques, et qui n'ont aujourd'hui plus aucune chance de séduire les investisseurs. A l'inverse, la promesse de garantir l'investissement initial est alléchante. C'est justement ce que proposent les fonds garantis, en assurant de récupérer à l'échéance la "mise" initiale, déduction faite des commissions de souscription, même en cas d'évolution défavorable de l'indice boursier ou du panier d'actions auquel le fonds est adossé. Ce produit répond ainsi à un double objectif de protection du capital et de rendement, permettant de profiter du potentiel de performance de la Bourse tout en supprimant les risques de perte. L'argument est particulièrement séduisant dans le

contexte actuel où les taux d'intérêt sont au plus bas et la valorisation du marché actions relativement bon marché, d'après de nombreux experts. Tout rebond du marché actions serait en effet bénéfique pour la performance finale du fonds garanti. Ainsi, *"le point d'entrée sur les marchés actions est donc attractif à moyen, long terme"* précise Antoine Delon.

**La durée de l'investissement** Mais pour avoir l'assurance de ne pas perdre d'argent, le souscripteur d'un fonds garanti doit respecter une condition : conserver le fonds pendant une durée comprise, selon les produits, entre deux et dix ans généralement. Ce n'est qu'au terme de ce délai que la garantie en capital sera acquise.

En conséquence, il est fortement déconseillé de débloquer l'épargne investie sur ce type de produits avant l'échéance, car cette opération coûte cher. Non seulement l'investisseur particulier s'expose à des pénalités, mais il court aussi le risque de ne pas récupérer sa mise initiale, la garantie ne s'appliquant plus en cas de sortie avant l'échéance. En effet, le montant récupéré est alors des plus aléatoires et difficilement prévisible. Lorsqu'un fonds promet par exemple 80% de la hausse d'un indice après quatre ans, les souscripteurs constatant que l'indice a pris 10% en un an, croient souvent que le fonds a déjà gagné 8%. En réalité, il n'en est rien car en fait, comme le rappelle Robert Marti, cofondateur des *Cahiers de l'Epargne*, *"un fonds garanti est un produit structuré composé d'instruments financiers complexes"* dont la valeur n'évolue pas forcément en ligne avec celle de l'indice. En clair, le fait que l'indice ait progressé ne veut pas forcément dire que le fonds s'est apprécié dans les mêmes proportions. Ainsi, *"les mécanismes de sortie anticipés provoquent souvent des surprises parmi la clientèle"*, rappelle Daniel Haguët, professeur de finance à l'Edhec. Il est même possible qu'une cession avant l'échéance puisse faire apparaître une perte même si la Bourse monte.

Pour bénéficier des avantages d'un fonds garanti, un horizon d'investissement à moyen et long terme, en adéquation avec la durée de vie du produit, est nécessaire : il ne doit en aucun cas s'agir d'une épargne de précaution, pouvant faire l'objet d'un besoin immédiat.

Par ailleurs, la période de souscription à des fonds garantis est en général limitée, la garantie et la promesse de rendement ayant été déterminées en fonction des conditions de marché du moment. Les délais de souscription sont assez courts. Généralement, l'épargnant dispose de quelques semaines (parfois quelques mois) pendant lesquels des parts à prix fixe lui sont offertes. Cependant, il est parfois possible de souscrire au-delà de la période de souscription (si le fonds n'a pas placé toutes ses parts par exemple, ou si les porteurs en ont revendues), mais dans ce cas les frais sont beaucoup plus importants et la garantie n'est pas forcément maintenue.

**Le calcul de la performance** La rentabilité d'un fonds garanti s'apprécie à l'échéance du placement et dépend bien évidemment de l'évolution des marchés boursiers à travers l'application d'une formule de calcul de performance généralement sophistiquée. Chaque fonds garanti possède *"une formule de calcul spécifique qui peut s'avérer difficilement compréhensible, voire franchement mystérieuse"*, selon Frédéric Lorenzini, directeur de la recherche chez Morning Star. Cependant, trois méthodes de calcul sont communément utilisées par les institutions financières.

La formule la plus fréquemment rencontrée consiste à percevoir un pourcentage prédéfini de la hausse des cours d'un indice de référence par exemple. Mais la performance peut être également calculée en utilisant une moyenne. A différentes dates, fixées à l'avance, on relève alors la variation de l'indice de référence depuis la clôture de la période de souscription pour calculer une moyenne: cela compense les effets d'une baisse de la Bourse avant l'échéance du fonds, sachant qu'en cas d'une hausse linéaire de l'indice sur la période, la performance finale calculée par la moyenne est amoindrie par rapport à celle de l'indice de référence. Enfin, un fonds garanti peut également prévoir que si l'indice de référence réalise un certain niveau de performance, ce résultat restera acquis à

l'épargnant quoi qu'il arrive ensuite. On parle alors d'effet de cliquet.

Les détails de ces différents mécanismes sont relativement difficiles à comprendre pour le grand public.

*La garantie en capital a un coût correspondant au manque à gagner dans le calcul de la formule de performance* **La garantie du capital** Toutefois, au-delà de ce calcul complexe pour un épargnant peu aguerri aux mathématiques financières, le souscripteur de ce type de produit est en droit de se demander pourquoi la totalité de la performance de l'indice de référence du produit ne lui est pas restituée, d'autant plus que des frais de gestion lui sont prélevés chaque année, venant amputer une partie de la rentabilité finale du produit.

La réponse à cette question est très simple: la garantie en capital a un coût correspondant au manque à gagner dans le calcul de la formule de performance. Ne recevoir que 80% ou 90% de la performance de l'indice de référence par exemple, est le prix à payer pour ne rien perdre en cas de baisse des marchés boursiers. Car bien entendu, l'assurance d'un risque n'est jamais gratuite. C'est pourquoi aucune institution financière ne crée un fonds offrant 100% de la hausse de la Bourse avec un capital garanti : cela signifierait qu'elle prend entièrement à sa charge le coût de la garantie, ce qui serait susceptible de lui coûter très cher si le prix des actions monte.

**"Lire attentivement la notice avant utilisation"** Rien ne remplace en effet une lecture approfondie du prospectus du fonds, c'est-à-dire le document d'information destiné aux investisseurs et soumis à l'approbation de l'Autorité des marchés financiers (AMF) préalable à la commercialisation auprès du public. D'ailleurs, au vu du fonctionnement complexe des fonds garantis, il est vivement recommandé de bien s'informer avant de souscrire. Pour qu'un fonds soit véritablement garanti, c'est-à-dire avoir la certitude que le capital sera rendu intégralement au terme de la durée du contrat, même en cas de forte baisse de la Bourse, la mention "100% garanti" doit figurer sur la notice d'information du fonds. Dans le cas contraire, le capital ne sera que partiellement garanti. Il existe en effet des fonds ressemblant à des fonds garantis dans leur commercialisation et leur présentation - comme les fonds à promesse, qui s'y apparentent beaucoup dans leur fonctionnement, mais qui sont le plus souvent assortis d'une garantie partielle sur le capital investi.

Après s'être assuré que le capital initialement versé, frais d'entrée déduits, est "garanti" à 100 % à l'échéance, deux autres points essentiels sont notamment à vérifier dans la notice d'information. Tout d'abord, l'épargnant doit bien s'assurer que la durée du fonds correspond bien à son horizon d'investissement, en sachant que la garantie n'est pas assurée en cas de sortie prématurée. Ensuite, la formule de calcul de la performance doit être étudiée de près. Les prospectus des fonds garantis doivent d'ailleurs décrire trois scénarios possibles : le cas favorable, intermédiaire et défavorable. Cette simulation est importante dans la mesure où elle permet d'illustrer les conséquences de l'évolution des marchés financiers sur l'application de la formule, et donc les espoirs de performance. Malgré tout, *"le rendement espéré est difficilement prévisible, et en conséquence, il est conseillé de n'y placer qu'une petite part de ses avoirs, pas plus de 10 % à 20 %"* selon Olivier Eon, expert indépendant sur les sujets argent et placements. D'ailleurs, *"l'alternative qui consiste à répartir le même montant, par exemple, entre un fonds en euros d'un contrat d'assurance-vie et un autre investi sur le marché actions, peut offrir la garantie en capital recherchée à terme tout en ayant moins de frais et une poche dynamique gérée activement"*, rappelle Yves Gambart de Lignières, conseiller en gestion de patrimoine chez DLP. Une bonne compréhension du prospectus permet ainsi d'éviter les déconvenues, notamment celles provenant des fonds garantis ayant des calculs de performance établis sur des bases de moyennes trimestrielles. En effet, avec ce type de formule, si l'indice de référence du fonds réalise par exemple chaque trimestre une performance de 2 % pendant un an, sa performance annuelle s'établira autour de 8%. Mais en moyenne trimestrielle, cette valeur ne sera que de 2%, performance que se verront attribuer les souscripteurs. Notre exemple ne porte que sur un an, mais nombre d'épargnants peuvent conserver ce placement plusieurs années pour ne recevoir à l'échéance du produit que l'équivalent d'un trimestre (moyen)

---

de performance de l'indice.

D'ailleurs, Olivier Eon, rappelle que *"statistiquement, les épargnants ont souvent 10% à 20% de chances d'obtenir à l'arrivée une rémunération supérieure à celle du livret A ou de l'assurance-vie en euros"*, avec *"le risque non négligeable de ne percevoir aucun rendement à l'échéance"*, ajoute-t-il. Il faut dire que *"ces dernières années, les fonds garantis ont eu, pour la plupart d'entre eux, un rendement décevant"*, selon Corinne Jehl, actuaire chez Optimind. Pourtant, ces placements sont le plus souvent vendus comme des produits simples, avec à l'appui des plaquettes commerciales faisant miroiter des rémunérations intéressantes à l'épargnant. C'est d'ailleurs à cette clientèle que les services commerciaux des établissements financiers vendent ces fonds, simplifiant à l'excès leurs explications ou comprenant mal eux-mêmes les subtilités des produits. Or, la garantie implique l'immobilisation du capital sur une certaine durée, sachant que statistiquement, sur la durée de blocage du capital, la probabilité de devoir utiliser la garantie est très faible. Comme le rappelle, Olivier Eon, *"inutile de compter sur l'altruisme de votre banque : plus un fonds présente un risque faible, et plus ses espérances de gain seront proches des taux d'intérêt sans risque sur les marchés"*.

**Le mauvais souvenir d'un fonds garanti de l'Ecureuil** L'exemple emblématique de Doubl'ô Monde est d'ailleurs là pour le rappeler, comme l'indique Thierry Ottaviani, président de SOS Petits Porteurs. *"Ce placement au nom très évocateur montre, une nouvelle fois, qu'il faut se méfier des publicités alléchantes"* ajoute-t-il. Commercialisée entre juillet 2001 et avril 2002 par la Caisse d'Epargne, cette gamme de fonds à capital garanti promettait aux investisseurs de doubler leur capital investi à l'échéance des six ans. Pourtant, *"en tenant compte des frais d'entrée, cela n'a pas empêché les souscripteurs de perdre de l'argent"*, précise Thierry Ottaviani. Au total, près de 240 000 clients ont souscrit à cette gamme. Comme le rappelle Frédéric Lorenzini, *"en raison d'une communication commerciale parfois ambiguë, l'investisseur ne comprend pas nécessairement que le gain est conditionnel"* pour certains fonds garantis.

D'ailleurs, face à ces dérives commerciales, l'AMF a décidé de prendre les choses en mains dans le cadre de sa mission de protection de l'épargne. L'Autorité impose désormais aux professionnels de la gestion collective de mettre en garde leurs clients sur les risques potentiellement courus avec des fonds garantis lorsqu'ils reposent sur un mécanisme complexe ou quand les protections du capital ne sont pas absolues. D'ailleurs, Thierry Ottaviani nous rappelle un principe boursier élémentaire: *"le niveau de performance d'un placement est proportionnel à celui du risque pris par l'investisseur"*.

*"En raison d'une communication commerciale parfois ambiguë, l'investisseur ne comprend pas nécessairement que le gain est conditionnel"*