

1^{er} épisode :

Option d'achat et effet de levier

La théorie des options apporte une aide précieuse en finance d'entreprise ; pas seulement parce que les options font partie intégrante de produits de financement, mais aussi parce que les éléments du passif financier de l'entreprise, que ce soit les actions ou les dettes financières, se comportent comme des options. Au travers de plusieurs épisodes, extraits de l'ouvrage « Options et finance d'entreprise »¹ que nous venons de publier, nous vous proposons quelques éléments de finance d'entreprise vus par le prisme des options.

Pour ce premier épisode, nous proposons de montrer l'analogie entre une option d'achat sur un actif et l'acquisition avec effet de levier de ce même actif. Autrement dit, l'effet de levier optionnel est de même nature que l'effet de levier, bien connu, engendré par la dette financière.

Considérons un actif qui génère une rentabilité attendue de 10 % sur 1 an (l'actif vaut 100 aujourd'hui et devrait valoir 110 dans un an). Supposons qu'il soit possible d'emprunter au taux de 6 % (pour simplifier, on ignore la fiscalité) :

1^{er} effet du levier financier : augmentation de la rentabilité espérée.

- Investissement de 100 en fonds propres : la rentabilité des fonds propres sera celle de l'actif, soit 10 %.
- Investissement de 10 en fonds propres et 90 en dettes : la rentabilité des fonds propres sera de 46 % (il a investi 10 et va percevoir 14,6 après remboursement de la dette de 90 et paiement des intérêts de 5,4).

Notons immédiatement qu'il s'agit d'un niveau de levier financier très important, rarement rencontré dans les entreprises en bonne santé. Nous allons maintenant voir pourquoi...

2^{ème} effet du levier financier : une hausse du risque

Si au lieu de 110 au bout d'un an, l'actif ne vaut que 105, alors :

- Celui qui n'a investi qu'en fonds propres aura une rentabilité qui sera diminuée de moitié : 5 % au lieu des 10 % attendus.
- Celui qui a apporté 10 de fonds propres et s'est endetté à hauteur de 90 aura une rentabilité négative compte tenu des frais financiers : - 4 % (il a investi 10 et ne récupérera que 9,6).

Nous retrouvons donc ici les principes bien connus de l'effet de levier : des perspectives de rentabilité plus élevées, en échange d'une prise de risque supplémentaire.

Imaginons maintenant que l'on propose d'acheter une option d'achat d'échéance 1 an moyennant le paiement d'une prime de 10. Cette option permet d'acheter l'actif considéré précédemment contre le paiement d'un prix d'exercice de 95,4.

Comme nous allons le voir, cette option reproduit exactement l'investissement avec levier présenté précédemment :

1^{er} effet du levier financier : augmentation de la rentabilité espérée.

L'investissement en option permet de bénéficier d'une rentabilité de 46 % lorsque la rentabilité de l'actif est de 10 %. En effet, dans ce cas, si la valeur de l'actif est de 110, alors

¹ *Option et finance d'entreprise* Thomas Bouvet et Henri Philippe, Economica 2016

je peux l'acheter 95,4 grâce à mon option, je réalise donc un gain de 14,6 pour une mise de départ de 10 (la prime payée pour acheter l'option).

2^{ème} effet du levier financier : une hausse du risque.

Si au lieu de 110 au bout d'un an, l'actif ne vaut que 105, la rentabilité de l'investissement en fonds propres passe donc à 5 % quand celle de l'option devient négative à - 4 %. En effet, je peux vendre à 105 un actif que je peux acheter grâce à l'option 95,4. Mon gain est donc de 9,6, alors que j'ai acheté l'option 10...

Au total, une option d'achat se comporte donc bien comme un investissement dans l'actif sous-jacent avec un effet de levier. Option et dette seraient donc les deux faces d'une même pièce ! On imagine dès à présent les conséquences d'une telle proximité entre les options et le profil de financement d'une entreprise. C'est justement l'objet des prochains épisodes...