

La vente d'options d'achat couvertes et la capture de dividendes

Certains gestionnaires de portefeuille ont développé une expertise dans l'art de gérer des portefeuilles de titres versant des dividendes. Un choix judicieux de titres versant des dividendes, de manière ininterrompue depuis plusieurs années (de 5 à 10 ans), et ayant augmenté leur dividendes au cours de chacune des 3 à 5 dernières années, peut à long terme générer des résultats très intéressants, surtout si on en profite au passage pour réinvestir les dividendes reçus de manière périodique. Les rendements de ce type de portefeuille peuvent être améliorés par l'utilisation d'une stratégie très simple, soit la vente d'options d'achat couvertes qui consiste à vendre un contrat d'options d'achat pour chaque tranche de 100 actions détenues. La prime ainsi reçue vient alors s'ajouter au rendement généré par l'encaissement des dividendes.

Le défi de l'utilisation de la stratégie vente d'options d'achat couvertes sur des titres versant des dividendes consiste à éviter d'être assigné sur l'option d'achat vendue, et de se voir ainsi être dans l'obligation de vendre les actions sous-jacentes, et par conséquent, de ne pas pouvoir encaisser le dividende versé par la société. Cette situation est due au fait que les contrats d'options sur actions négociés en bourse sont de type américain, et qu'ils peuvent par conséquent être exercés en tout temps par le détenteur. Nous savons qu'il n'est pas avantageux d'exercer une option d'achat sur un titre ne versant pas de dividendes puisque l'option d'achat agit comme une police d'assurance au cas où le titre baisserait sous le prix de levée d'ici à l'échéance. De plus, la détention des options d'achat permet d'utiliser le capital disponible librement jusqu'à l'échéance des options. En exerçant son option d'achat, le détenteur met fin prématurément à la vie de l'option, et par le fait même, consent à laisser filer la partie valeur temps de la prime qui est liée au temps à courir de l'option. Par conséquent, la principale raison qui peut justifier l'exercice anticipé d'une option d'achat c'est lorsque le titre sous-jacent verse un dividende suffisamment important pour compenser la perte de la valeur temps de l'option d'achat. Et le meilleur moment pour exercer une option d'achat est la veille du jour ex-dividende du dernier dividende à être versé avant l'échéance. Ainsi, plus une option d'achat est en jeu et plus la date ex-dividende est près de l'échéance, plus les probabilités d'exercice prématuré sont élevées. À l'inverse, lorsque l'option d'achat est hors jeu les probabilités d'exercice prématuré sont pratiquement nulles.

Par conséquent, le gestionnaire de portefeuille qui souhaite construire et gérer un portefeuille de vente d'options d'achat couvertes sur des titres versant des dividendes doit s'attendre à ne pas recevoir tous les dividendes escomptés au départ. Ce risque est toutefois compensé par l'encaissement de la prime des options d'achat vendues dans la stratégie. En effet, la prime ainsi reçue procure un rendement supplémentaire au portefeuille de titres. Dans le meilleur des cas, le gestionnaire de portefeuille peut récolter tous les dividendes versés ainsi que la prime reçue par la vente des options d'achat alors que dans le pire des cas, le rendement est alors limité à la prime provenant de la vente des options d'achat plus la plus-value potentielle qui correspond à la différence entre le prix de levée et le prix du titre. Comme la vente de l'option d'achat limite la plus-value des actions au niveau du prix de levée des options d'achat vendues, le gestionnaire de portefeuille doit alors porter un soin particulier au choix du prix de levée. Lorsque le besoin de protection est plus important que la plus-value, le

gestionnaire peut choisir de vendre des options d'achat plus ou moins en jeu puisque leur prime plus élevée permet d'abaisser le seuil de rentabilité de manière plus importante. En contrepartie, les options en jeu ont des probabilités plus élevées de connaître un exercice prématuré. Lorsque le besoin de protection est moins important que l'obtention d'une plus-value sur le titre, le gestionnaire peut alors choisir de vendre des options d'achat plus ou moins hors jeu en fonction de la plus-value recherchée. L'inconvénient avec les options hors jeu, c'est qu'elles ont une prime plus faible à cause de la faible probabilité d'exercice prématuré. Par conséquent, le gestionnaire de portefeuille se voit donc dans l'obligation de faire des compromis entre le besoin de protection et la recherche de plus-value.

Le problème de l'exercice prématuré se rencontre principalement lorsque le cours des actions augmente et que le prix de levée est franchi à la hausse alors que les options deviennent en jeu. Le gestionnaire de portefeuille, qui veut éviter l'exercice prématuré des options d'achat la veille de la date ex-dividende, choisira alors de vendre des options d'achat venant à échéance avant cette date. Il peut également vendre des options d'achat de plus longue échéance (6 mois ou plus) et gérer le potentiel d'exercice prématuré le moment venu, en roulant sa position, soit en rachetant les options d'achat vendues et en en vendant d'autres à plus long terme, ou tout simplement en fermant sa position, soit en rachetant les options d'achat vendues.

À l'inverse, lors des périodes de baisse, alors que le cours des actions franchit à la baisse, et se maintient sous le niveau du prix de levée des options d'achat, le risque d'un exercice prématuré régresse et le gestionnaire peut ainsi laisser les options d'achats venir à l'échéance sans valeur. Dans un tel cas, le portefeuille de vente d'options d'achat couvertes est en meilleure posture que le portefeuille régulier (sans la vente d'options d'achat couvertes) car les primes reçues de la vente des options d'achat viennent réduire les pertes subites par la baisse en valeur du portefeuille.

Un exemple concret

Les actions de Banque Nationale du Canada (NA) versent généralement un dividende trimestriel près ou tout de suite après les mois d'échéance suivants : septembre, décembre, mars et juin. Par conséquent, un gestionnaire de portefeuille pourrait facilement mettre en place une stratégie vente d'options d'achat couvertes en vendant des options d'achat venant à échéance dans un de ces mois. Dans le bulletin du mois de novembre 2010 (http://m-x.ca/f_bulletins_fr/Novembre2010.pdf), nous avons vu que, sur une période donnée, l'utilisation systématique de la stratégie vente d'options d'achat couvertes pouvait offrir un rendement potentiel supérieur à la simple détention des actions, et qu'en tenant compte de la tendance des prix, il était possible d'améliorer ce rendement. Par conséquent, les mêmes règles devraient s'appliquer sur un portefeuille de titres versant des dividendes. Le synchronisme en matière de placement est une des clés de la réussite. Par conséquent, le gestionnaire qui veut avoir du succès avec cette stratégie doit pouvoir choisir les périodes où le prix des actions démontre des probabilités de ralentissement. Par exemple, après une forte montée alors qu'un indicateur technique, comme le "Relative Strength Index (RSI) ou l'indicateur Stochastics (STO)", démontre une perte de momentum et amorce une baisse sous un niveau critique.

Graphique quotidien sur le titre NA



Comme nous pouvons le constater sur le graphique précédent, l'indicateur STO (l'indicateur au bas du graphique) s'est maintenu sous le niveau 75 durant la période du 8 février au 12 juillet 2013. Cette période aurait représenté une très bonne occasion pour vendre des options d'achat sur le titre NA.

Voici un tableau des rendements qu'il aurait été possible d'obtenir suite à l'implantation de la stratégie vente d'options d'achat couvertes sur les actions de la Banque Nationale du Canada (NA) en utilisant des options d'un mois à parité par rapport à la simple détention des actions pour la période du 8 février au 12 juillet 2013¹.

Période du 8 février au 12 juillet 2013	NA (simple détention)	NA (vente d'options d'achat couvertes)
Profits (pertes) sur titre	(2,51 \$) (76,17 \$ - 78,78 \$)	(2,51 \$) (76,17 \$ - 78,78 \$)
Revenu de dividendes	1,70 \$	1,70 \$
Revenu sur les options d'achat	0,00 \$	6,69 \$
Rachat des options	0,00 \$	(2,68 \$)
Profit total pour la période	(0,81 \$)	3,00 \$

¹ Aucune commission n'a été prise en compte

Bien que les résultats obtenus ne sont pas garants des résultats futurs, nous pouvons constater que la vente d'options d'achat couvertes sur la période où NA était en perte de momentum a généré un profit total de 3,00 \$ par action alors que la simple détention des actions résultait en une perte de 0,81 \$ par action. Durant cette période, nous avons été en mesure de récolter 1,70 \$ en dividendes pour chaque stratégie mais c'est bel et bien les profits sur la vente des options d'achat qui sont responsables de la meilleure performance de la vente d'options d'achat couvertes par rapport à la simple détention des actions.

Conclusion

La gestion de portefeuille sur des titres versant des dividendes peut, lorsqu'elle est effectuée de manière judicieuse, générer des résultats soutenus à long terme. Les gestionnaires de portefeuille peuvent améliorer ces résultats en utilisant des stratégies d'options complémentaires. La vente d'options d'achat couvertes permet d'ajouter un deuxième flux de revenu à l'encaissement des dividendes. Comme cette stratégie expose le gestionnaire à vendre les actions sous-jacentes en cas d'exercice prématuré la veille du jour ex-dividende, le choix du prix de levée (en jeu, à parité ou hors jeu), de la date d'échéance (une échéance qui arrive avant le versement du dividende si possible), et le synchronisme du marché (quand le titre démontre des signes de faiblesse par exemple) sont des variables à prendre en considération avant de la mettre en place. Comme nous avons pu le constater, le potentiel est tout de même fort intéressant.