DÉCRYPTAGE · WARRANTS & TURBOS

Warrants, turbos : le casino où la banque *tient la table*

Des dizaines de milliers de produits cotés, du levier facile, une appli, un bouton. Ce que la publicité ne dit pas : celui qui vous vend le produit fixe aussi son prix, tient le carnet d'ordres et se couvre en face de vous. Le régulateur néerlandais a compté : 68 % de perdants, et la perte grossit avec le levier. Ce dossier explique la mécanique, la barrière qui tue, et pourquoi la maison gagne toujours.

SOMMAIRE

01 Le levier en un clic : ce qu'on vous vend

02 C'est quoi, un warrant ?

03 Ça fonctionne comment ? L'émetteur des deux côtés du comptoir

04 Le turbo et sa barrière : avoir raison et tout perdre quand même

05 Qui fixe le prix ? Le conflit d'intérêt structurel

06 Les chiffres du régulateur : 68 % de perdants

07 Le marché : quatre banques se partagent la table

08 Option, warrant, turbo : le tableau de vérité

09 Ce que j'en fais, comme investisseur

10 Conclusion · Annexes : chiffres-clés, glossaire, sources

Rédigé par Stéphane Baron, sous la supervision de Bernard Prats-Desclaux. Dossier pédagogique et d'opinion, juillet 2026, sources publiques croisées (annexe C). Ceci n'est pas un conseil en investissement. Les chiffres cités sont datés et vérifiables.

1 Le levier en un clic : ce qu'on vous vend

THÈSE — UN PRODUIT FABRIQUÉ POUR ÊTRE ACHETÉ, PAS POUR ÊTRE GAGNÉ

68 %	−2 680 €	−8,6 %	30,8 %
DE PARTICULIERS PERDANTS SUR TURBOS (AFM)	RÉSULTAT MOYEN PAR CLIENT (12 MOIS)	RENDEMENT MOYEN PAR TRADE, LEVIER > 100	PART DE MARCHÉ DU 1ER ÉMETTEUR (BNP PARIBAS)

Le dossier technique n°13 traitait des options : un marché organisé, où acheteurs et vendeurs s'affrontent dans un carnet central, avec une chambre de compensation au milieu. Les warrants et les turbos ressemblent aux options comme un cousin ressemble à un frère. Même vocabulaire, même levier, même promesse. Mais une différence de structure change tout : ici, il n'y a pas de marché. Il y a vous, et en face, une banque qui a fabriqué le produit, l'a coté, en fixe le prix d'achat et de vente à chaque seconde, et se couvre contre vous. Vous ne jouez pas au poker contre d'autres joueurs. Vous jouez à la roulette, et l'émetteur tient la table.

Ma position, d'entrée : le warrant et le turbo sont des produits de distribution, pas des produits d'investissement. Ils existent parce qu'ils se vendent bien, pas parce qu'ils servent l'acheteur. Les chiffres du régulateur néerlandais, les plus propres d'Europe sur le sujet, disent 68 % de perdants et une perte qui grossit mécaniquement avec le levier. Ce n'est pas un accident de parcours, c'est la conception même du produit.

LE CŒUR DU DOSSIER

Sur un marché d'options, votre contrepartie est anonyme et le prix résulte d'une confrontation d'ordres. Sur un warrant ou un turbo, votre contrepartie est unique : l'émetteur. Il fixe la volatilité implicite qu'il vous facture, l'écart achat-vente qu'il encaisse, et les paramètres de la barrière qui peut vous sortir. Quand une seule partie écrit les règles, cote les prix et tient la caisse, le résultat statistique n'est pas une surprise.

2 C'est quoi, un warrant ?

VULGARISATION — UNE OPTION MISE EN BOUTEILLE PAR UNE BANQUE

Un warrant est une option « titrisée » : une banque fabrique un droit d'acheter (call warrant) ou de vendre (put warrant) un actif à un prix fixé, jusqu'à une date fixée, et met ce droit en bouteille sous forme de titre coté en Bourse. On l'achète et on le revend comme une action, depuis un simple compte-titres, sans compte dérivés ni dépôt de marge. Le sous-jacent peut être une action, un indice, une devise, une matière première.

Trois différences pratiques avec l'option de marché organisé :

— **On ne peut que l'acheter.** Impossible de « vendre à nu » un warrant : le seul vendeur, c'est l'émetteur. Conséquence rassurante : votre perte maximale est la prime payée, jamais plus, pas d'appel de marge. C'est le bon côté.

— **La contrepartie est unique.** Pas de carnet d'ordres profond ni de concurrence entre vendeurs : la banque émettrice assure seule la cotation (le « market-making ») et empoche l'écart entre son prix d'achat et son prix de vente. Vous entrez et sortez à ses conditions.

— **C'est une créance sur la banque.** Juridiquement, un warrant est un titre de dette de l'émetteur. Si la banque fait défaut, le warrant vaut zéro même si votre pari était gagnant. Risque faible avec BNP ou Société Générale, mais réel : les porteurs de produits Lehman Brothers s'en souviennent depuis septembre 2008.

Le **turbo** est le warrant poussé au niveau supérieur : un produit à levier construit sur un « niveau de financement » (la banque finance l'essentiel de la position, vous ne payez que la différence) et équipé d'une **barrière désactivante**. Si le sous-jacent touche la barrière, même une seconde, le produit est mort, définitivement. On y revient en section 4, c'est le cœur du problème.

3 Ça fonctionne comment ? L'émetteur des deux côtés du comptoir

MÉCANIQUE — FABRICATION, COTATION, COUVERTURE

Suivons le circuit d'un turbo call sur le CAC 40, pour comprendre qui fait quoi et qui gagne quoi.

La fabrication. La banque émet le produit : sous-jacent CAC 40, niveau de financement 7 200 points, barrière à 7 250, levier 15 au moment de l'émission. Coût de fabrication pour elle : quasiment nul, c'est une ligne dans un système. Les grands émetteurs entretiennent chacun des dizaines de milliers de produits vivants simultanément (35 230 pour le seul BNP Paribas sur Euronext en février 2025). On ne fabrique pas 35 000 références d'un produit qui rapporte au client.

La cotation. La banque affiche en continu un prix acheteur et un prix vendeur. L'écart entre les deux, le spread, lui revient à chaque aller-retour. Sur les produits calmes, il est serré ; dès que le marché s'agite,

ou en dehors des heures de cotation du sous-jacent, il s'élargit. Et dans le prix du warrant, la banque insère la volatilité implicite qu'elle choisit : c'est elle qui décide combien vaut la nervosité du marché qu'elle vous facture. Vous ne pouvez ni la vérifier en temps réel, ni la négocier, ni la comparer facilement d'un émetteur à l'autre.

La couverture. La banque ne « parie » pas contre vous au sens du casino : elle se couvre sur le marché (achat des futures, delta hedging) et vit de la marge de fabrication, du spread, et du décalage entre la volatilité qu'elle vous facture et celle qu'elle paie réellement pour se couvrir. Son revenu est structurel et sans risque directionnel. Le vôtre est aléatoire et à levier. Sur la durée, la partie est jouée d'avance : la maison prélève à chaque main, quelle que soit la carte que vous tirez.

4 Le turbo et sa barrière : avoir raison et tout perdre quand même

LE PIÈGE N°1 — LA MORT SUBITE INTÉGRÉE AU PRODUIT

La barrière désactivante mérite sa propre section, parce que c'est elle qui distingue le turbo de tout ce que vous connaissez. Sur une option ou un warrant classique, tant que l'échéance n'est pas passée, un pari mal engagé peut se retourner : le sous-jacent baisse, puis remonte, et votre call retrouve de la valeur. Le turbo supprime cette possibilité. Si le sous-jacent touche la barrière, ne serait-ce qu'une seconde en séance, le produit est désactivé : valeur zéro ou quasi zéro, immédiatement et pour toujours. Le rebond qui suit ne vous concerne plus.

Concrètement, trois façons de mourir avec raison :

- **La mèche en séance.** Le CAC ouvre à 7 400, plonge à 7 248 à 14 h 30 sur une statistique américaine, clôture à 7 420. Votre analyse haussière était juste. Votre turbo à barrière 7 250 est mort à 14 h 30. Le porteur d'un call warrant équivalent, lui, a fini la journée en plus-value.
- **Le gap d'ouverture.** Le sous-jacent cote 8 % sous la barrière à l'ouverture après une annonce nocturne. Le produit est désactivé au premier prix coté, parfois au-delà de la barrière : sur certains turbos, la valeur résiduelle est nulle même si le franchissement a été bref.
- **La barrière qui monte vers vous.** Sur les turbos « infinis », le niveau de financement (et donc la barrière) est réajusté chaque jour pour incorporer le coût du financement. Sans mouvement du sous-jacent, la barrière se rapproche. L'immobilité vous tue aussi.

> **LE POINT QUI CHANGE LA LECTURE**
>
> *La barrière n'est pas une protection pour vous, contrairement à ce que suggère le discours commercial (« votre perte est limitée au capital investi »). C'est une protection pour l'émetteur : elle borne SON risque de couverture, à un niveau qu'il a lui-même choisi, et elle transforme la volatilité ordinaire du marché en petites exécutions définitives. Plus le levier est haut, plus la barrière est proche, plus la probabilité de désactivation avant l'échéance approche de 100 %. Le levier 100 n'est pas un turbo, c'est un ticket à gratter.*

5 Qui fixe le prix ? Le conflit d'intérêt structurel

LE PIÈGE N°2 — LE JUGE, L'AVOCAT ET LE GREFFIER SONT LA MÊME PERSONNE

Reprenons froidement les rôles tenus par l'émetteur d'un turbo, car en trente ans de vie professionnelle je n'ai pas croisé beaucoup de configurations pareilles : il conçoit le produit et choisit ses paramètres (barrière, levier, échéance, ratio) ; il rédige la documentation ; il assure seul la cotation

et fixe le spread ; il choisit la volatilité implicite facturée dans le prix ; il calcule lui-même la valeur résiduelle en cas de désactivation ; et il est votre unique contrepartie de crédit. Chacun de ces rôles est réglementé, encadré, surveillé. Mais leur cumul dans une seule main crée un déséquilibre qu'aucune réglementation ne compense : l'asymétrie d'information et de pouvoir est totale, en continu, et à chaque étape de la vie du produit.

Est-ce que les émetteurs « trichent » ? Ce n'est même pas nécessaire, et ce n'est pas mon propos. Le spread prélevé à chaque rotation, la marge de volatilité, le placement des barrières dans les zones de bruit du marché : tout cela est légal, documenté, et suffit à générer une rente statistique. Le forum ne s'y trompe pas d'ailleurs : les investisseurs chevronnés qualifient ces produits de « structurellement perdants ». La formule est de la communauté des Investisseurs Heureux, pas de moi, et je la contresigne.

6 Les chiffres du régulateur : 68 % de perdants

PREUVES — L'ÉTUDE AFM, LA PLUS PROPRE D'EUROPE

Le régulateur néerlandais (l'AFM, l'équivalent de notre AMF) a fait ce que personne n'avait fait : éplucher les comptes réels des particuliers sur turbos, du 1er juin 2017 au 30 juin 2018, chez les principaux distributeurs du pays. Résultats publiés en 2020 :

INDICATEUR	RÉSULTAT	LECTURE
Particuliers perdants sur la période	**68 %**	Deux clients sur trois perdent en un an
Résultat moyen par client	**−2 680 €**	Perte nette moyenne, tous clients confondus
Rendement moyen par transaction (levier ≤ 30)	**−1,7 %**	Négatif même à levier « modéré »
Rendement moyen par transaction (levier > 100)	**−8,6 %**	La perte croît mécaniquement avec le levier

Tableau 1 : résultats de l'étude AFM sur les turbos (période juin 2017-juin 2018, publication 2020). Source : AFM, annexe C.

La conclusion du régulateur est rare dans sa netteté : la corrélation entre levier et perte est directe, et le produit crée des « incitations perverses » au surtrading. L'AFM a imposé dès le 1er octobre 2021 des limites de levier, un avertissement obligatoire affichant le pourcentage de clients perdants, et l'interdiction des bonus d'incitation, le tout validé par l'ESMA. La France n'a pas pris de mesure équivalente sur les turbos à ce jour ; l'AMF avait en revanche documenté dès octobre 2014 le cousin CFD/forex : 89 % de perdants sur quatre ans, 10 887 € de perte moyenne. Les avertissements réglementaires affichés en 2026 par les courtiers CFD européens donnent toujours 70 à 85 % de comptes perdants. D'un produit à levier à l'autre, la maison change, la statistique reste.

7 Le marché : quatre banques se partagent la table

LE DÉCOR — UNE INDUSTRIE, PAS UNE NICHE

On parle d'un marché industriel. Sur Euronext (Paris, Amsterdam, Bruxelles), le rapport d'activité Warrants & Certificats de février 2025 recense environ 114 000 produits vivants, concentrés chez une poignée d'émetteurs :

ÉMETTEUR	PRODUITS VIVANTS (FÉV. 2025)	PART DE MARCHÉ
BNP Paribas	**35 230**	30,8 %
Société Générale	**26 386**	23,1 %
Goldman Sachs	**20 993**	18,4 %
Vontobel	**18 901**	16,5 %
Autres (Unicredit, Citi, Leonteq, Barclays…)	**≈ 12 800**	≈ 11 %

Tableau 2 : émetteurs de warrants et certificats sur Euronext. Source : Euronext, Warrants & Certificates Activity Report n°163, février 2025.

Posez-vous la question en industriel : pourquoi une banque entretient-elle 35 000 références d'un produit, avec les équipes de structuration, les systèmes de cotation, le marketing et les partenariats courtiers que ça suppose ? Parce que la rentabilité est récurrente, prévisible et sans risque directionnel. C'est un métier de flux, un péage. Dans un péage, le client n'est pas celui qui encaisse.

8 Option, warrant, turbo : le tableau de vérité

SYNTHÈSE — CHOISIR SON ADVERSAIRE

	OPTION (MARCHÉ ORGANISÉ)	WARRANT	TURBO
Contrepartie	Marché central + chambre de compensation	L'émetteur, seul	L'émetteur, seul
Qui fixe le prix	Confrontation des ordres	L'émetteur (market-making)	L'émetteur (market-making)
Perte maximale acheteur	La prime	La prime	La mise (désactivation possible à tout instant)
Peut-on se refaire avant l'échéance ?	Oui	Oui	**Non si barrière touchée : mort définitive**
Vente à nu possible (danger)	Oui (à proscrire, cf. dossier technique n°13)	Non	Non
Risque de crédit sur l'émetteur	Quasi nul (compensation)	Oui	Oui
Volatilité implicite	Résulte du marché, comparable	Choisie par l'émetteur	Marginale (produit delta 1), mais spread et barrière
Éligibilité	Compte dérivés	Compte-titres	Compte-titres

Tableau 3 : la même famille, trois adversaires différents. Le plus accessible (compte-titres, un clic) est aussi le plus déséquilibré.

L'ironie de ce tableau : le produit le plus facile d'accès pour un débutant (le turbo, achetable en deux clics sur n'importe quelle appli) est celui qui cumule tous les déséquilibres. La complexité administrative des options de marché organisé (compte dérivés, questionnaires, marges) fait office de barrière à l'entrée protectrice. Le turbo a supprimé la barrière à l'entrée et l'a remplacée par une barrière désactivante.

9 Ce que j'en fais, comme investisseur

POSITION — TRANCHÉE, COMME D'HABITUDE

- **Turbos : jamais.** Le cumul contrepartie unique + barrière désactivante + levier fait un produit dont l'espérance est négative par construction. L'étude AFM le mesure, la structure du produit l'explique. Il n'y a pas de « bonne façon » d'utiliser un turbo en gestion de patrimoine.
- **Warrants : à peu près jamais.** Si j'ai vraiment besoin d'une exposition optionnelle, le marché organisé offre le même profil avec un vrai carnet, une volatilité comparable et une chambre de compensation. Le warrant n'a qu'un avantage, le compte-titres, et il se paie en spread et en opacité.
- **Le test des 35 000 références.** Quand une banque propose 35 000 versions d'un produit, demandez-vous qui finance ce rayon. Un produit rentable pour le client existe en dix versions. En 35 000, c'est un piège à papillons.
- **Si le levier me démange**, la question à me poser n'est pas « quel turbo ? » mais « pourquoi ai-je besoin de levier ? ». Dans 9 cas sur 10, la vraie réponse est l'impatience. L'impatience n'est pas une stratégie, c'est la matière première du spread des émetteurs.

10 Conclusion

Le warrant et le turbo réussissent ce tour de force : donner au particulier le sentiment d'accéder aux outils des professionnels, tout en le plaçant dans la seule configuration que les professionnels refuseraient, à savoir jouer contre la banque qui fixe les prix, dans un produit qu'elle a conçu, avec une règle de mort subite qu'elle a calibrée. Deux clients sur trois perdent, et ce chiffre vient d'un régulateur, pas d'un concurrent. La bonne nouvelle : contrairement au vendeur d'options du dossier technique n°13, le porteur de turbo ne peut pas perdre plus que sa mise. La mauvaise : il la perd presque à coup sûr, juste plus lentement. Prochain dossier de la série : les ETF, ou pourquoi le meilleur produit de la finance moderne est en train de se faire dénaturer par le même réflexe commercial.

A Annexe · Chiffres-clés

DONNÉE	VALEUR	SOURCE / DATE
Particuliers perdants sur turbos (12 mois, Pays-Bas)	**68 %**	AFM, étude juin 2017-juin 2018, publiée 2020
Résultat moyen par client turbo	**−2 680 €**	AFM, même étude
Rendement moyen par transaction, levier ≤ 30	**−1,7 %**	AFM, même étude
Rendement moyen par transaction, levier > 100	**−8,6 %**	AFM, même étude
Mesures AFM : plafonds de levier, avertissement, fin des bonus	**1er octobre 2021**	AFM / ESMA
Produits vivants du 1er émetteur (BNP Paribas)	**35 230 (30,8 %)**	Euronext, rapport W&C n°163, février 2025
Particuliers perdants CFD/forex France (4 ans)	**89 %, −10 887 €/client**	AMF, octobre 2014
Avertissements courtiers CFD affichés en 2026	**70-85 % de comptes perdants**	Mentions réglementaires ESMA

B Annexe · Glossaire

Warrant : option émise par une banque sous forme de titre coté, achetable sur compte-titres. Call (hausse) ou put (baisse). Perte maximale : la prime.

Turbo : produit à levier construit sur un niveau de financement, équipé d'une barrière désactivante. Existe en version « échéance » et « infini » (barrière réajustée quotidiennement).

Certificat : famille de titres de créance cotés répliquant une stratégie ou un sous-jacent, avec ou sans levier.

Barrière désactivante (knock-out) : niveau du sous-jacent dont le franchissement, même instantané, éteint définitivement le produit.

Niveau de financement : part de la position financée par l'émetteur d'un turbo. Détermine le levier et la barrière.

Market-making : cotation permanente d'un prix acheteur et vendeur. Sur warrants et turbos, assurée par le seul émetteur.

Spread : écart entre prix d'achat et prix de vente, prélevé de fait à chaque aller-retour.

Volatilité implicite : paramètre de nervosité intégré au prix d'un warrant. Choisi par l'émetteur, difficilement vérifiable par le client.

Risque émetteur : un warrant/turbo est une créance sur la banque émettrice ; son défaut anéantit le produit.

Delta 1 : produit qui réplique quasi linéairement son sous-jacent (cas du turbo, hors barrière).

Gap : décalage de cotation entre deux prix successifs (typiquement à l'ouverture), sans échange possible entre les deux niveaux.

C Annexe · Sources

AFM, « Turbo investor suffers high losses on average », mars 2020, et « Quantitative analysis of turbos distributed to retail », rapport complet.

AFM, « Better protection for investors against the risks of turbos », juin 2021 (mesures d'intervention au 1er octobre 2021) ; ESMA, opinion 35-43-2524 sur les mesures AFM.

Euronext, « Warrants & Certificates Activity Report », n°163 (février 2025) et n°173 (décembre 2025).

AMF, « Étude des résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France », octobre 2014.

Brochures émetteurs : BNP Paribas Produits de Bourse (« Brochure Turbos ») ; Citi/Bourse Direct (« Les Turbos ») ; Société Générale Wholesale Banking, glossaire turbo certificates.

Forum Les Investisseurs Heureux, fil « Turbos : des produits structurellement perdants ! » (discussion de place, citée comme opinion).

Avertissement. Ce document est diffusé par L'Investisseur Stratège à des fins exclusivement informatives et pédagogiques. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une sollicitation au sens de la réglementation AMF / MAR. Les chiffres cités proviennent de sources publiques susceptibles d'être révisées. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les warrants, turbos et certificats à levier sont des instruments complexes présentant un risque de perte rapide et totale du capital investi. Toute décision d'investissement relève de la seule responsabilité du lecteur, invité à consulter un conseiller habilité. © 2026 L'Investisseur Stratège · investisseur.stratege@norvalgroup.com