

GESTION INDICIELLE

Quand l'Europe découvre les trackers...



VALÉRIE LAUZEDAT
Professeur de finance
AUDENCIA Nantes
Ecole de management

SUR LONGUE PÉRIODE, RARES sont les gérants qui parviennent à battre les indices. Partant de ce constat, la gestion indiciaire vise l'obtention d'une performance proche de celle d'un indice boursier global ou sectoriel ; très en vogue outre-Atlantique et en plein développement en Europe, ce mode de gestion dispose aujourd'hui de nouveaux fonds pour atteindre cet objectif : il s'agit des ETF (*exchange traded funds*), rebaptisés «*trackers*» en France.

Apparus aux Etats-Unis en 1993, ces produits étaient, à l'origine, destinés à faciliter la gestion indiciaire de la clientèle institutionnelle ; par la suite, d'autres ETF ont été créés et ont réussi à conquérir la clientèle des particuliers. Listés en Europe depuis 2000, ces instruments de couverture ou de diversification de portefeuilles se posent aujourd'hui en concurrents directs des Opcvm indiciaires «classiques».

DES PRODUITS
NÉS AUX ÉTATS-UNIS...

Depuis leur création par l'Amex en 1993, les ETF n'ont cessé de se développer outre-Atlantique, de sorte qu'au premier trimestre

Les fonds indiciaires se développent en Europe.
Aux Etats-Unis, les nouveaux investissements nets sur ces produits ont dépassé, pour la première fois au dernier trimestre 2000, ceux réalisés sur les fonds en actions.

2001, près d'une centaine de produits de ce type étaient listés sur les principaux marchés américains (Amex, Nasdaq, Nyse). Dans un marché fortement concentré, c'est l'Amex qui se taille la part du lion tant sur le plan des cotations que sur celui des volumes traités : en 2000, cette Bourse américaine a même tiré des ETF près de 60 % de son volume de transactions quotidien.

Deux grandes catégories d'ETF permettent aux investisseurs d'accéder facilement à la performance d'un marché, d'un secteur économique ou d'une région : d'une part, les ETF basés sur un panier d'actions représentatif d'un indice sectoriel ou d'un thème d'investissement particulier ; d'autre part, les ETF indiciaires qui visent à reproduire les performances des principaux indices de marché. Les ETF sur indices les

plus traités aux Etats-Unis sont le SPDR Trust Series I («SPY»), coté sur l'Amex pour répliquer l'indice Standard and Poor's 500, et le «QQQ», listé sur le Nasdaq pour suivre l'évolution de l'indice Nasdaq-100. A eux deux, ces ETF absorbent plus des deux tiers du montant total des capitaux américains gérés dans cette activité ; mais le «QQQ» est sans conteste le plus actif, ayant même accédé, en 2000, au rang de la valeur la plus échangée au Nasdaq avec un volume moyen quotidien de 2,7 milliards de dollars.

... MAIS D'APPARITION RÉCENTE
EN EUROPE

Définition

● ● ● ● ● ● ● ● ● ●

■ Par rapport aux FCP et Sicav indiciaires «classiques», les trackers sont des fonds indiciaires cotés, négociables en continu à la manière des actions, et pour un coût relativement compétitif.

Jusqu'au début 2001, ces produits étaient quasiment absents de la cote des marchés européens, à l'exception des Bourses de Londres, Francfort, Zurich et Stockholm qui ont accueilli leurs premiers «*exchange traded funds*» en 2000. L'«Euro Stoxx 50 LDRS¹» (zone euro) et le «Stoxx 50 LDRS» (Europe) de Merrill Lynch sont, par exemple, listés à Francfort depuis avril 2000, à Zurich depuis septembre 2000, et seront enregistrés à Londres au cours du second trimestre 2001.

Euronext-Paris et Amsterdam ont créé, en janvier 2001, le NextTrack, un nouveau segment de marché dédié aux trackers. Fin mai 2001, la cote du marché comprenait cinq fonds indiciels (hormis quelques fonds sectoriels cotés à Amsterdam) : le Master Share Cac40, lancé le 22 janvier 2001 par Lyxor AM, pour dupliquer l'évolution du Cac40 ; pour reproduire la performance des indices européens Dow Jones et Stoxx, le Master Share Euro Stoxx 50, proposé par Lyxor AM, et les deux LDRS (déjà cités) de Merrill Lynch ; et le DJIA Master Uni, premier tracker sur indice américain coté en Bourse de Paris (à l'initiative de Lyxor AM, 17 mai 2001).

Les cinq trackers listés à Paris ont enregistré des volumes d'échange assez variables mais globalement encourageants, dans une fourchette de l'ordre de 35 à 50 millions d'euros par jour,

proche des volumes quotidiens négociés au Second Marché. La manne que constitue le lancement de ces produits pour les concepteurs d'indices, les banques et les sociétés de gestion, représente un puissant stimulant à l'élargissement de la cote du NextTrack qui devrait tout naturellement s'enrichir, en 2001, de plusieurs nouveaux trackers ; Merrill Lynch envisage d'y lancer prochainement 11 trackers sur indices sectoriels globaux Footsie, et State Street Global Advisors, 14 trackers sur indices MSCI européens. Néanmoins, jusqu'à la fin de l'année 2001, ne sera listé à Paris qu'un seul tracker par indice (excepté pour l'Euro Stoxx 50), ce «délai

“ Euronext-Paris et Amsterdam ont créé, en janvier 2001, le NextTrack, un nouveau segment de marché dédié aux trackers. ”

d'acclimatation» étant jugé nécessaire par l'autorité de marché pour qu'une liquidité suffisante puisse émerger sur chaque référence indicielle globale.

La stratégie d'Euronext à l'égard des trackers ne se limite pourtant pas à une stratégie européenne : en mars 2001, la Bourse paneuropéenne et l'Amex se sont engagées

sur la voie de la création d'une plateforme mondiale de cotation et de négociation des trackers.

LES CARACTÉRISTIQUES DES TRACKERS

Les trackers ont la forme juridique des Opcvm traditionnels, et par conséquent, un statut fiscal comparable. En revanche, contrairement aux gérants d'Opcvm indiciels «classiques» qui versent la totalité de l'avoir fiscal et des dividendes qu'ils perçoivent, les ETF font perdre une partie de l'avoir fiscal, et ne redistribuent qu'une partie des dividendes.

Les trackers cotés au NextTrack présentent plusieurs avantages de poids qui rendent les fonds indiciels «classiques» relativement moins attractifs :

- une tarification plus compétitive qui permet une gestion indicielle à moindre coût : contrairement aux Opcvm indiciels traditionnels, aucun droit d'entrée, ni droit de sortie ne sont facturés sur les trackers ; ils sont, par contre, soumis aux frais de courtage, frais de gestion et droits de garde, ce qui porte le coût moyen d'un aller-retour entre 1 et 3 %, soit un coût assez nettement inférieur aux seuls frais d'entrée pratiqués sur les Sicav indiciels (compris entre 2 et 4 %) ; à l'intérieur de cette fourchette de coût globale, les frais de gestion sont particulièrement faibles : de l'ordre de 0,3 % par an pour le Master Share Cac40, et de ...

Quelles stratégies d'investissement sur les trackers ?

Les trackers sont des instruments de diversification ou de couverture de portefeuille en actions accessibles aussi bien aux particuliers qu'aux investisseurs institutionnels et gérants de fonds. Mais la clientèle des institutionnels en est la plus grande consommatrice, avec 80 % des transactions sur ETF. Elle les utilise dans le cadre de stratégies de couverture ou d'arbitrage, en combinaison le plus souvent avec

d'autres produits dérivés. Les trackers sont également des instruments de gestion du risque utiles pour les gérants non autorisés à intervenir sur les marchés dérivés. Pour les fonds actions, l'intégration de tels produits dans leurs allocations d'actifs leur permet de s'assurer, sur une partie de leur portefeuille, la performance de l'indice de référence, tout en disposant de temps pour affiner leur sélection de valeurs. Ainsi, selon l'horizon de

placement envisagé, les trackers peuvent répondre à deux types de stratégies d'investissement :

- dans une perspective à court terme, pour tirer parti des excès de volatilité des marchés à la hausse ou à la baisse ou pour placer des liquidités en l'attente d'un investissement ; néanmoins, compte tenu de l'exposition au risque de marché qu'elle induit, la gestion indiciaire à court terme s'adresse plus particuliè-

rement à un public averti ;

- dans une optique à moyen et long terme, les trackers peuvent répondre aux besoins de placement de toutes les catégories d'investisseurs désireux de reproduire la performance d'un indice boursier à moindre frais ; néanmoins, selon la durée précise du placement réalisé à moyen-long terme, la performance de certains Opcvm indiciaires «classiques» peut être supérieure.

0,1 à 0,2 point de plus pour les quatre autres trackers cotés à Paris ;

- une plus grande souplesse de fonctionnement en raison de leur cotation en continu : comme de simples actions, les trackers sont cotés en continu et peuvent recevoir des ordres à cours limité. Ils peuvent donc être échangés à tout moment de la séance de cotation, ce qui facilite les stratégies de capture de volatilité à l'intérieur d'une même séance (allers-retours) ;

“ Les trackers sont des instruments de diversification ou de couverture de portefeuille en actions accessibles aux particuliers, aux investisseurs institutionnels et gérants de fonds. ”

chaque tracker a à la fois un prix de marché (cours) et une valeur liquidative calculée et actualisée tout au long de la séance en fonction de la performance de l'indice sous-jacent.

Les parts d'Opcvm classiques, quant à elles, ne peuvent, chaque

jour, être échangées que jusqu'à une certaine heure, variable d'un établissement à l'autre (en général, midi) ; les ordres sont donc, en principe, toujours passés à cours inconnu sur la base de la prochaine valeur liquidative, fixée le soir du jour de transaction en fonction de l'évolution du cours de bourse des actifs sous-jacents ;

- l'éligibilité au SRD des Master Share Cac 40, Master DJ Euro Stoxx 50 et DJIA Master Unit au-

torise, sur ces trackers, des stratégies d'achat ou de vente à terme ; les ventes à découvert permettent de mettre en œuvre des stratégies de spéculation à la baisse ou de couverture contre la baisse du marché dans son ensemble ; elles sont très appréciées des particuliers pour lesquels

les marchés dérivés sont plus difficilement accessibles. En outre, les trackers peuvent être utilisés pour parier aussi bien sur la hausse que sur la baisse du marché, alors que les Sicav et FCP indiciaires traditionnels permettent seulement de jouer la hausse et excluent toute

possibilité de prises de positions à terme ;

- autre atout pour les petits investisseurs, l'éligibilité au PEA des trackers conçus sous la forme de fonds de droit français et représentant, pour les Sicav (FCP), au minimum 60 % (75 %) d'actions françaises en portefeuille. Parmi les cinq trackers cotés à Paris, seuls les trois Masters de Lyxor AM remplissent pour l'instant ces deux critères d'éligibilité ;

- les trackers peuvent également servir de support aux contrats d'assurance vie, avec tous les avantages fiscaux associés à ces produits ;

- enfin, le produit offre un gage de liquidité appréciable puisque deux teneurs de marché au minimum, réunis au sein d'un syndicat d'animation, s'engagent à être présents en permanence sur le marché en cotant un écart limité entre le prix d'achat et le prix de vente. Les excès de volatilité sont également contenus dans des limites raisonnables par un système de réservation visant à remédier aux décalages de plus de 1,5 % entre cours et valeur liquidative. ■

¹ Listed Diversified Return Securities.