

## GESTION INDICIELLE

# Une stratégie aux multiples visages

Portée par le contexte de crise, la gestion passive amorce une vraie montée en puissance en Europe.

PAR VALÉRIE RIOCHET

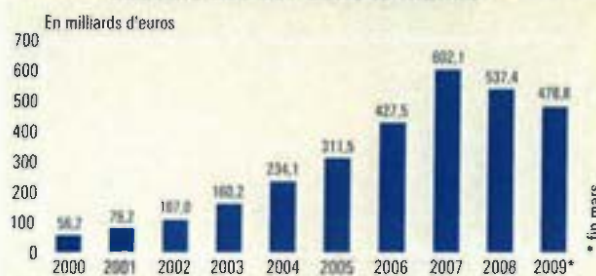
**T**out est question de point de vue, nuance Frédéric Jamet, directeur de la gestion de State Street Global Advisors France (SSgA). Alors que la gestion active se résume par la conviction qu'il est possible de faire mieux que la moyenne des gérants, la gestion passive, dite indicielle, estime que le pari est quasiment impossible à tenir en raison de l'efficience des marchés. La solution prônée consiste à délivrer cette moyenne et ce à moindre coût. » Selon les estimations, la gestion indicielle pèserait aux environs de 20 % de la gestion d'actifs dans le monde. Avec une large avance des Etats-Unis. Un concept qui s'est, au départ, laborieusement imposé en raison d'un certain manque d'attrait. « Cette approche peut apparaître insuffisamment séduisante pour certains investisseurs », confirme Frédéric Jamet. Pour

autant, les pourfendeurs de la gestion active mettent en avant la difficulté de ses gérants à surperformer leur indice. Selon des données communiquées par Lipper et Vanguard Investments, sur dix ans à fin décembre 2008, dans l'univers « actions européennes », seuls 32 % des gérants actifs de fonds de petites, moyennes et grandes capitalisations parviennent à battre l'indice MSCI Europe.

## L'ETF mais pas seulement

La gestion passive serait donc plus performante sur le long terme. Une idée qu'avaient en tête de nombreux investisseurs en cette période de crise qui a vu un transfert des actifs logés au sein de portefeuilles gérés activement vers des fonds indiciaires réputés aussi plus transparents et fiables. Le gérant américain Vanguard Investments, qui en Europe ne vend que des OPCVM indiciaires (mais pas d'ETF - exchange traded funds),

Encours des ETF dans le monde





NASDAQ COMPOSITE INDEX	8797.35	-38.38	-0.4
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	19036.23	-525.91	-2.6
MEXICO BOLSA INDEX	34455.51	+360.85	+1.0

Europe/Afrique/M.-Orient 23) Infos			
DJ EURO STOXX 50 € Pr	2341.71	-48.39	-2.0
FTSE 100 INDEX	4110.46	-98.09	-2.3
CAC 40 INDEX	3153.30	-64.10	-1.9
DAX INDEX	4427.17	-152.30	-3.3
IBEX 35 INDEX	8413.90	-116.90	-1.3
S&P/MIB INDEX	19794.00	-325.00	-1.6
AEX-Index	245.17	-5.45	-2.1
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	605.16	-22.21	-3.5
SWISS MARKET INDEX	5557.30	-118.28	-2.0

Asie/Pacifique 24) Infos			
NIKKEI 225	8273		
HANG SENG INDEX	1281		
S&P/ASX 200 INDEX	34		

MET 15:33 Hawaii Satellite  
PRN 15:33 Unternehmens Invest

**D'un coup d'œil**

- La gestion passive, dite **indicielle**, apparaît comme plus performante sur le long terme que la gestion active et pèse environ 20 % de la gestion d'actifs dans le monde.....p.28 à 31
- Besoin de transparence et de sécurité oblige, l'**exposition indicielle est devenue incontournable** pour les différents types de gestion, grâce notamment à une palette de produits enrichie.. p.32
- Face à l'abondance de produits sur un même indice, il n'est pas facile pour les investisseurs institutionnels d'**identifier l'ETF qui correspond le mieux** à leurs besoins et à leurs contraintes .....p.34
- Face à la **difficulté de créer de la surperformance**, les investisseurs ont massivement dirigé leurs souscriptions vers les ETF spécialisés en Europe..... p.36

reconnait que 2008 constitue l'une des meilleures années de collecte depuis le début de sa décennie de présence sur le Vieux Continent. En France, l'an dernier, selon bfinance, sur les 8,6 milliards d'euros d'appels d'offres sur les actions, environ 2,6 milliards ont porté sur la gestion passive. « Si l'on exclut les appels d'offres du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), 6,8 milliards d'euros en actions dont 1,6 milliard d'indiciel, la gestion 'benchmarkée' actions représentait pas moins de un milliard d'euros sur, au final... 1,8 milliard d'opérations, soit 55 % », comptabilise Muriel Nahmias, directrice des études de bfinance France.

**55 %  
d'appels d'offres  
en indiciel**

« Par ailleurs, l'univers indiciel tend, lui, à se diversifier », explique Frédéric Jamet. Aux indices de marchés s'ajoutent des benchmarks « retravaillés ». Il peut s'agir d'indices thématiques ou encore d'indices dont la pondération n'est pas fondée sur la capitalisation : « La capitalisation n'est pas le critère de sélection, car l'on tient compte ici, par exemple, de données comptables de l'entreprise », illustre Frédéric Jamet. Et puis il y a des indices qui imitent le « non-indiciel »... Cela peut être un benchmark de gestion active où sont repris l'ensemble

des fonds actifs d'une catégorie d'OPCVM. Illustration de ce qui pourrait être le mariage de la carpe et du lapin, le « clonage » de la gestion alternative. Société Générale Asset Management (SGAM) a été l'un des premiers établissements à lancer un produit qui réplique la performance des fonds alternatifs. En août 2007, le gestionnaire commercialise le fonds SGAM



## Les ETF ont connu une évolution galopante ces dernières années

son fonds de réplique de fonds alternatifs. Mais au lieu de dupliquer un indice représentatif de leur univers, SSgA choisit de constituer un panel de 200 fonds environ, sélectionnés en fonction de leurs stratégies d'investissement très décorrélées les unes des autres. Le gérant de portefeuille délivre ce qui a été nommé en interne le beta « exotique », au travers d'instruments de marché très liquides. Il synthétise les expositions prises par les *hedge funds* via des titres vifs mais aussi des dérivés tels que des *futures*, des options et des *swaps*...

L'innovation a aussi infiltré les rangs des ETF qui ont connu une évolution galopante ces dernières années. Selon

AI T-Rex Fund qui reproduit synthétiquement l'indice large HFRI de Hedge Funds Research (HFR), constitué de pas moins de 2.000 fonds. Un an plus tard, State Street Global Advisors (SSgA) lance également

iShares, l'un des leaders mondiaux des *trackers* (filiale de Barclays Global Investors - BGI - en cours de cession à CVC Capital Partners), la collecte nette en ETF en Europe s'est élevée à 55,7 milliards d'euros en 2008, soit quasiment le triple de celle de 2007 (18 milliards d'euros).

Fonds indiciaires cotés, les quelque 1.600 *trackers* répertoriés partout en Europe ont remporté les suffrages des investisseurs institutionnels comme des particuliers. « *Leurs frais de gestion comme leur 'tracking error' (déviations vis-à-vis de l'indice) sont inférieurs à ceux des OPCVM indiciaires* », compare Olivier Gentier, responsable marketing et vente des produits de Bourse au sein de Société Générale. Un écart qu'il explique par des coûts de frottements moins élevés. Dans un fonds indiciaire, les entrées et sorties des souscripteurs doivent être traitées chaque matin tandis que ces fluctuations sont lissées au fil de la journée dans le cadre de *trackers* grâce à leur cotation en continu. « *Par ailleurs, les ETF optimisent le coût de la réplique en gérant plus efficacement les ajustements liés à la vie des valeurs sous-jacentes, c'est ce que l'on appelle les opérations sur titres (OST) que sont les distributions de dividendes exceptionnels, les éventuelles*

OPA... », poursuit-il. Des structures de coûts globalement moins élevées du côté des ETF parachèvent ce qui est estimé être déterminant dans la pertinence de cet outil coté.



**Pierre-Ignace Bernard,**  
directeur associé senior chez McKinsey

### L'AVIS DE...

#### « Un recul vis-à-vis des produits structurés »

**La progression de la gestion indiciaire n'est-elle que conjoncturelle ?**

L'an dernier, alors que l'industrie de la gestion collective accusait une sévère décollecte, les fonds indiciaires et les ETF (*exchange traded funds*) ont rafilé la mise en Europe avec pour l'un et l'autre 50 milliards d'euros collectés. Il s'agit d'une montée en puissance initiée depuis de nombreuses années et accélérée par la crise : ces dernières années déjà, la gestion indiciaire gagnait un point de part de marché par an. Les investisseurs cherchent à minimiser le coût de la gestion et à allouer leur budget de risque sur des poches plus réduites de gestion fortement active. Du côté des sociétés de gestion, si le modèle économique est très sérieusement secoué par la crise actuelle, l'essor de la gestion indiciaire ne joue pas significativement à ce stade. En outre, le poids de la gestion indiciaire est encore bien inférieur en Europe par rapport aux Etats-Unis.

**Les produits de banques d'investissement que sont les « futures », les certificats, les CFD... viennent-ils concurrencer les fonds indiciaires traditionnels ?**

La France est traditionnellement un marché d'OPCVM plutôt que d'obligations structurées. Et puis ces outils présentent un risque de contrepartie auquel est aujourd'hui particulièrement attentif tout investisseur. A mon sens, la tendance est plutôt à un recul vis-à-vis de ces produits.

**Comment dissocier un bon produit indiciaire d'un autre ?**

Les questions de bon sens doivent prévaloir : le produit suit-il le marché, quelle est sa *tracking error*, mais également quel est le niveau des frais de gestion (et de courtage pour les ETF) qui viendront amputer d'autant la performance nette ? Certains gestionnaires qui proposent des fonds indiciaires gérés en titres vifs prêtent ces derniers afin de stimuler la performance du fonds. Toute la subtilité pour un investisseur est de jauger le niveau de risque auquel il est exposé. Et aussi de comprendre dans quelle proportion cette technique qui vise la captation d'une performance supplémentaire lui bénéficie.

#### ETF, ETC, CFD, les faux frères

C'est d'ailleurs cet aspect qui a poussé Régis Yancovici, directeur général délégué d'Efigest AM, à mettre en place la toute première offre de fonds d'ETF. Multigestionnaire, ce fonds de fonds est adossé non pas à des OPCVM classiques mais à des *trackers*. « *Ces supports nous procurent un accès fidèle à la quasi-totalité des thématiques d'investissement, développe-t-il. De plus, contrairement à un FCP ou une Sicav diversifiés 'classiques' qui ont tendance à avoir un biais de surexposition sur leur marché local, par nature mieux appréhendé par leur gérant, l'utilisation des ETF nous permet de mettre en œuvre une vraie diversification, avec une multitude d'accès aux places boursières ou à des univers d'investissements atypiques.* » Mais l'avantage du fonds coté tient également à sa flexibilité et notamment à sa cotation en continu. Ou quasiment. « *Si je souhaite prendre une position sur le marché brésilien après la fermeture d'Euronext, je peux acheter un 'tracker' coté aux Etats-Unis au-delà de la plage horaire française, tandis que toute passation d'ordre sur un OPCVM non coté nous ferait traiter sur une valeur liquidative connue à J+2* », insiste Régis Yancovici.

L'ETF est devenu le cœur de bien des attentions. Et des lancements. En témoignent, il y a quelques semaines, la création par ETF Securities de ETF Exchange, la toute première plate-forme mondiale de *trackers*, ou plus récemment l'initiative conjointe de Bank of



America Merrill Lynch, Goldman Sachs et Morgan Stanley avec la mise sur pied de Source, une plate-forme qui offre déjà l'accès à treize ETF et... vingt-deux ETC (*exchange traded commodities*). Ce dernier véhicule, parfois comparé à un ETF, est dans les faits une obligation à zéro coupon. Il permet de suivre une seule matière première, ce que n'offre pas l'OPCVM qu'il soit coté ou non, car soumis à la règle de diversification des 5/10/40. « Il est réglementairement imposé qu'un fonds ne puisse pas détenir plus de 5 % d'une même action, sauf exception où ce seuil atteint les 10 %, retrace Olivier Gentier. Dans tous les cas, la somme de ces exceptions ne peut excéder 40 % de l'actif sous gestion. Ce qui impose un minimum de seize valeurs dans un OPCVM. »

Si les fonds cotés sont donc particulièrement recherchés par les gérants de portefeuille dans leur allocation tactique, certains penchent aussi pour le recours aux contrats à terme (*futures*). Contrat négocié sur un marché organisé ou de gré à gré, le *future* permet de s'assurer ou de s'engager sur un prix pour une quantité déterminée d'un produit donné (un indice, par exemple) à une date future. Dépourvu de frais de gestion, contrairement à un *tracker*, il ne bénéficie cependant pas du cadre protecteur de l'OPCVM et certaines sociétés de gestion ne s'autorisent pas son utilisation. Néanmoins, les contrats à terme, tous sous-jacents confondus, sont les instruments financiers les plus traités au monde.

Ainsi, les déclinaisons passives sont des plus fournies (*lire l'encadré*) pour les promoteurs indiciaires qui nourrissent pour cette philosophie de gestion de grands projets.

## Des outils avec et sans effet de levier

Il est un autre véhicule qui se targue de concurrencer l'ETF (*exchange traded fund*), le CFD (« *contract for difference* »). « Ces dérivés s'imposent comme une alternative au 'tracker' », lance Arnaud Poutier, directeur général adjoint d'IG Markets. Avec des différences notables, selon le dirigeant du pionnier du CFD en France, qui indique que contrairement au *tracker*, ce produit n'est pas à mettre en toutes les mains. « Alors que l'ETF suit pas à pas la performance de l'indice, le CFD est un produit de levier pouvant aller jusqu'à 100 fois la mise de départ, selon le sous-jacent répliqué (en général 60 fois pour un indice) », compare-t-il. Permettant de multiplier d'autant les gains... et les pertes. « Élément important, ce dérivé donne



à l'investisseur la possibilité de vendre à découvert et de tirer profit d'une variation des cours à la baisse », ce qui est très rarement le cas d'un ETF. Autre outil indiciaire à offrir un effet de levier, le warrant, une option qui permet de jouer la hausse (*call*) ou la baisse (*put*) d'un sous-jacent à un prix et pour une date fixés dès le départ. Mais là aussi, parce qu'il connaît des variations plus amples que son sous-jacent, ce véhicule, essentiellement distribué auprès de clients privés, est à recommander à des investisseurs aguerris. « Et puis, le coût global de cette stratégie indiciaire est fonction des conditions de marché telles que la volatilité implicite, les taux d'intérêt... », ajoute Olivier Gentier, ce qui rend sa manipulation un peu complexe. A l'inverse enfin, le « *certificat 100 %* » est un dérivé qui ne fait que suivre l'évolution de son indice sans aucun effet de levier.

« Devant la très grande difficulté à conseiller les salariés dans leur allocation d'actifs en vue de la préparation de leur retraite, cette approche a incontestablement un rôle à jouer en matière d'épargne salariale, estime Guy Parent, responsable développement pour la France de Vanguard Investments. Ses performances sont facilement lisibles et la communication avec les salariés d'autant plus aisée. » Indicateur de rendement, le FRR, n'a pas hésité à exposer son portefeuille à hauteur de 65 % en gestion indiciaire. ■

### Cinq outils indiciaires à la loupe

Produit	Fonds indiciaires	ETF - Trackers	Certificats (100% - indexation) ou ETV/ETC	Warrants / Turbos	«Future»
Classification	OPCVM	OPCVM	Titres de créances	Options	Produits dérivés
Frais de gestion	0,15 - 3%	0,15 - 0,85%	0,15 - 1,25%	Valeur temps	-
Coût d'intervention	Droits entrée/sortie	Frais de courtage	Frais de courtage	Frais de courtage	Frais de courtage
Liquidité	Exécution à J+1	Comme le sous-jacent	Comme le sous-jacent	Comme le sous-jacent	Limitée
Négociation	A valeur inconnue	Temps réel	Temps réel	Temps réel	Temps réel
Teneur de marché	1 à plusieurs	1 à plusieurs	Emetteur (ou teneur(s) de marché pour les ETC/ETV)	Emetteur	-
Vente à découvert	Non	Oui	Non	Non	Oui
Prêt / emprunt	Oui	Oui	Non	Non	Non
Risque de crédit	Selon actifs détenus	Selon actifs détenus	Emetteur et/ou contrepartie(s) du collatéral (ETC/ETV)	Emetteur	Chambre de compensation
«Tracking error»	Moyen	Faible	Moyen	Prime ou décote	Prime ou décote

Source : sociétés