

Centre de recherche sur la gestion (Cereg) – université Paris-Dauphine

Les fonds indiciels cotés : quelle performance ?

Par Laurent Deville, chercheur au CNRS

Les premiers fonds indiciels cotés – plus communément appelés exchange traded funds ou ETF – ont été introduits à Francfort et Londres en avril 2000, précédant de peu la création par Euronext de NextTrack en janvier 2001 sur Paris et Amsterdam. La nouveauté de ces produits, qui répliquent la performance d'un benchmark, repose sur leur système particulier de négociation : les investisseurs institutionnels peuvent à tout moment demander la souscription ou le rachat de lots de parts du fonds contre le panier de titres sous-jacent directement auprès du gestionnaire de l'ETF. Ces parts sont négociables tout au long de la journée de Bourse au même titre que des actions, sans droit d'entrée ni de sortie. Il existe des ETF portant sur des indices sectoriels ou même obligataires, mais l'essentiel des actifs gérés et du volume de transaction reste concentré sur les principaux indices boursiers européens (EurStoxx 50, Stoxx 50) et nationaux (FTSE 100, DAX 30, CAC 40). L'objectif initial des ETF est la réplique des indices boursiers. Ils se posent ainsi en concurrents directs des OPCVM indiciels classiques, dont la plus grande part des encours est aussi investie sur cette même classe d'indices.

A Paris, la croissance des encours a été régulière depuis le lancement du CAC 40 Master Unit (tout récemment renommé Lyxor ETF CAC 40) en janvier 2001, pour atteindre plus de 2,3 milliards d'euros de fonds gérés fin 2004. Si l'on considère le volume d'échanges en euros, ce contrat se classe parmi les plus actifs du marché sans pour autant pouvoir être comparé aux deux ETF américains majeurs que sont le Spider et le Qube et qui portent respectivement sur les indices S&P 500 et Nasdaq 100. Le premier a ouvert la négociation de ces titres aux Etats-Unis en 1993, mais c'est avec le lancement du second en 1999, qui génère plus de volu-

me de négociation que n'importe quelle action, que le marché des ETF a connu un véritable essor. Les actifs gérés sont alors passés de 35 milliards de dollars fin 1999 à plus de 226 milliards de dollars fin 2004, soit 28 % des montants placés en gestion indicielle.

Cette croissance du marché s'est produite sur fond de concurrence entre les ETF et les fonds indiciels classiques. Dès leur lancement, les premiers ont affiché des frais de gestion faibles, conduisant par là même les seconds à ajuster progressivement leurs tarifs. Vanguard, le plus important gestionnaire de fonds mutuels, a ainsi régulièrement diminué ses frais pour atteindre des niveaux

L'un des principaux ETF américains sous-performe non seulement l'indice S&P 500, mais également le fonds indiciel classique à faibles frais Vanguard 500.

annuels inférieurs à 0,10 % pour ses fonds les plus importants, de même que Fidelity qui a ramené ses frais à 0,10 % pour l'ensemble de ses fonds. Dès l'apparition des ETF, la comparaison avec les fonds indiciels classiques a essentiellement porté sur le niveau de ces frais de gestion, et ce sans aucun doute à l'initiative des offreurs d'ETF. C'est certainement un tort dans la mesure où la capacité du gestionnaire de fonds à répliquer l'indice voire à le surperformer, avant déduction des frais de gestion, contribue significativement à la performance globale.

Des travaux de recherche récents portant sur les performances comparées du Spider et des fonds indiciels classiques don-

nant à ce sujet des résultats particulièrement intéressants : alors que le Spider gagne une place de plus en plus importante en termes d'actifs gérés, celui-ci sous-performe non seulement l'indice S&P 500, mais également le fonds indiciel classique à faibles frais Vanguard 500. Les frais de gestion, le traitement des dividendes reçus et les coûts de transaction liés aux ajustements du portefeuille de titres rendus nécessaires par les modifications de l'indice peuvent expliquer l'écart de rentabilité annuel de 0,28 % avec l'indice S&P 500.

Ce qui reste plus mystérieux, c'est la raison pour laquelle le Spider sous-performe aussi le fonds Vanguard de 0,181 % par an alors que le processus spécifique de souscription/rachat en nature lui donne un avantage sur les fonds indiciels classiques. Le panier de titres sous-jacent presque parfait est apporté au fonds et peut être livré en échange des parts, sans nécessité d'acheter ou de céder les titres correspondants sur le marché, ce qui permet d'économiser les coûts de transaction associés à ces opérations. L'absence de réinvestissement des dividendes et l'impossibilité du recours au prêt de titres ont pu, pendant un temps, expliquer cet écart. Mais le Spider, comme les autres ETF, a rapidement corrigé ces bugs. Malgré cela, la sous-performance perdure et ne semble pouvoir être expliquée que par la passivité de la gestion des fonds indiciels cotés par rapport à celle des fonds indiciels classiques, notamment lors des modifications de la composition des indices boursiers sous-jacents.

Si, comme l'avance l'une des études, cet écart de rentabilité peut représenter la valeur attribuée par les investisseurs à l'immédiateté – c'est-à-dire à la possibilité de négocier les parts d'ETF à tout instant à leur valeur de marché –, il n'en reste pas moins que les frais de gestion ne sont pas les seuls déterminants de la performance ■