

« Comment  
investir  
en bourse ?

# Les trackers



Jun 2009

BANQUE POPULAIRE  
RIVES DE PARIS



# Les trackers

## SOMMAIRE

<b>Petite histoire des trackers</b>	p.4
<b>Evolution</b>	p.5
<b>Les différentes catégories de trackers</b>	p.5
■ <b>Comment les trackers sont-ils composés ?</b>	
<b>Comment fonctionnent les trackers ?</b>	p.7
■ <b>Trackers : mode d'emploi</b>	
• Frais	
• Revenus	
• Fiscalité	
■ <b>Les trackers présentent des avantages...</b>	
■ <b>... et quelques risques et inconvénients</b>	
■ <b>Des trackers, pour quoi faire ?</b>	

### Petite histoire des trackers

Les «trackers» (ou ETF) sont des OPCVM indiciels cotés en Bourse. C'est-à-dire des Sicav ou des Fonds communs de placement (FCP) dont l'objectif de gestion est de reproduire le plus fidèlement possible – de «traquer» – la performance d'un indice pris pour référence. Un tracker ayant pour référence l'indice CAC 40 ou le Standard & Poor 500, par exemple, est constitué des 40 titres de sociétés qui composent le premier ou des 500 titres qui entrent dans la composition du second et évolue de la même façon. Ces produits ne sont autres que la version française et européenne des exchange traded funds (ETF) nés à la bourse de Toronto (Canada) en 1989 et introduits aux Etats-Unis en 1993 lorsque l'American Stock Exchange (AMEX) les a lancés à New York sous le nom de S&P Depository Receipts Trust Series 1, plus connus sous le nom de SPDR 500 ou «Spiders». Ils ont franchi l'Atlantique en 2001 pour faire leur entrée sur les marchés européen et français sous le nom de «trackers».

Ces produits ont eu beaucoup de succès et connu un développement très rapide. Aux Etats-Unis, en dix ans, les actifs des Index Mutual Funds, principaux produits de cette catégorie, sont passés de 97 milliards de dollars en 1996 à 600 milliards en 2006. Et les actifs des ETF américains eux-mêmes sont passés d'une valeur insignifiante en 1993, leur année de création, à 423 milliards de dollars à la fin de l'année 2006 (290 milliards sur indices actions américaines, 111 milliards sur indices globaux ou internationaux et 21 milliards sur indices obligataires) pour un total de 357 produits. A la fin du troisième trimestre 2008, Barclays Global Investors, dans son premier rapport sur l'industrie des ETF dans le monde, notait qu'avec 356 produits créés et plus de 600 en cours de lancements, cette industrie comptait alors 1 499 ETF gérés par 86 établissements sur 43 places boursières, et dénombrait

parallèlement plus de 268 ETP avec 521 cotations gérés par 26 établissements à travers 14 places boursières. Ce qui portait le total des encours sous gestion pour les ETF et ETP à 822,3 milliards de dollars, avec une croissance de 13 % des encours en Europe. Pour 2009, le spécialiste estimait le marché des ETF à 1 000 milliards de dollars au niveau mondial avec la perspective d'atteindre 2000 milliards de dollars en 2011.

### A savoir

Les ETP (exchange traded products), bien que présentant des similitudes avec les ETF quant à la façon dont ils se traitent, n'ont pas un statut de fonds et ne sont pas des ETF. Ils regroupent des produits comme les trusts, des commodity pools (produits indexés sur les matières premières via des futures) et des ETN (exchange traded notes).

En Europe, les ETF sont négociables sur les marchés d'Euronext. Leur développement a également été spectaculaire. Leur nombre est passé de 21 à la fin de l'année 2001, leur première année de cotation, à 171 au début de l'année 2007 puis à 396 listés sur Euronext<sup>1</sup> fin décembre 2008 pour un encours global de 91 milliards d'euros en hausse de 6,49 % par rapport à l'année précédente. Le développement des trackers a également été rapide en France. Fin 2008, après avoir drainé 13 milliards d'euros de collecte pendant l'année (contre 2,8 milliards seulement en 2007), les produits de droit français représentaient près de 28 milliards d'euros d'encours et le nombre de fonds constitués avait doublé en l'espace de trois ans. L'encours des fonds actions (9,2 milliards d'euros collectés en 2008) atteignait près de 19 milliards d'euros, celui des produits de trésorerie, récemment introduits sur le marché, 2,5 milliards d'euros. Quant aux ETF nouvellement lancés sur

1. Source : Nyse Euronext.

### A savoir

Euronext est la place financière paneuropéenne qui regroupe les bourses de Paris, Amsterdam (AEX), Lisbonne, Porto (BVL), Bruxelles (BXS) ainsi que le LIFFE (London International Financial Futures and options Exchange) de Londres. Le 9 janvier 2001, elle a créé un segment spécifique de marché dédié aux trackers (le Next-Track) et est devenue le premier marché européen de trackers en matière de volume négocié et de capitalisation. En avril 2007, elle a fusionné avec le New York Stock Exchange (NYSE) pour donner naissance à NYSE Euronext (NYSE), le premier groupe mondial de places boursières. Pour des raisons d'ordre réglementaire, il existe des filiales d'Euronext dans chacun des pays : Euronext Paris S.A., Euronext Amsterdam N.V., Euronext Brussels... Euronext Paris est le marché officiel des actions dans l'Hexagone.

des indices obligataires, ils avaient collecté près de 1,3 milliard d'euros de souscriptions et atteignent 5,6 milliards d'euros d'encours<sup>2</sup>.

### Evolution

Cette envolée s'explique par les efforts pédagogiques réalisés par les promoteurs pour mieux faire connaître ces produits, mais surtout par la créativité dont les émetteurs ont su faire preuve depuis leur lancement. Alors que la première génération de trackers consistait en des produits purement «passifs» qui répliquaient les performances des indices phares des marchés actions, progressivement, leur domaine s'est étendu aux indices sectoriels, obligataires, monétaires, etc., puis à la reproduction de performances de portefeuilles définis de manière très précise : à celle des titres du S&P 500 qui versent les plus forts dividendes, des portefeuilles de fonds «éthiques», des indices de style de gestion (de gestion alternative, par exemple, qui cherche à générer une performance

2. Source : Europerformance.

décorrélée du marché)... Certains d'entre eux sont même devenus des fonds «gérés» ou «actifs» qui, par opposition aux historiques produits «passifs», cherchent à surperformer leurs marchés, ce qui est contraire à la vocation des premières générations de produits. C'est le cas par exemple des ETF «double inverse» qui permettent de réaliser un gain de 2 % lorsque l'indice américain Nasdaq 100 se déprécie de 1 % et inversement. En Europe, un ETF a été lancé sur l'indice Low Carbon 100 Europe qui, par son approche «best in class», rejoint l'univers de l'investissement socialement responsable (ISR). Et en France, il existe également des ETF «flexibles» qui assurent un effet amortisseur et une protection partielle du capital en s'appuyant sur la technique de l'«assurance de portefeuille», des «leveraged» qui offrent un effet de levier, et des «bear» qui proposent une exposition inverse à un indice donné. Le volume que représentent ces produits «exotiques» reste encore modeste mais leur nombre augmente rapidement sur les marchés.

### Les différentes catégories de trackers

Le groupe NYSE Euronext classe les trackers en quatre grandes catégories :

**1. les trackers sur indices de marché** qui regroupent les produits basés sur indices actions nationaux (CAC 40, AEX, BEL 20...), indices actions de zones géographiques (Amérique du Nord, zone euro...), indices actions des pays émergents (Chine, Brésil...), mais aussi les trackers sur indices actions sectoriels (énergie, industrie...) ainsi que ceux sur indices obligataires (emprunts d'Etat, obligations «corporate» ou d'entreprise...) et de trésorerie ;

**2. les trackers sur indices de matières premières** qui comptent les produits répliquant des paniers de matières premières (produits agricoles, métaux

ferreux, métaux précieux, énergie) dont la valeur est indexée sur les prix de contrats à terme ;

**3. les trackers sur indices de stratégie** qui réunissent les produits basés sur des indices intégrant des stratégies d'investissement : indices style (petite, moyenne capitalisation, valeurs de croissance, de rendement, sélection de dividende...), avec effet de levier, intégrant une stratégie optionnelle ou encore basés sur des critères d'analyse fondamentale ;

**4. les trackers «actifs»** qui, contrairement aux autres catégories, ne reproduisent pas uniquement l'évolution de leur indice de référence et qui comptent différents types de fonds (cf. «Evolution»).

### ■ Comment les trackers sont-ils composés ?

La vocation des trackers étant, pour la plupart d'entre eux, de répliquer fidèlement leur indice de référence, leur portefeuille est investi de sorte que sa composition reflète parfaitement celle de l'indice qui leur sert de sous-jacent. Les sociétés de gestion qui les conçoivent placent donc dans ces fonds les actions qui composent l'indice choisi en pondérant leur nombre en fonction de leur flottant. Et plus la capitalisation d'une valeur est importante au sein d'un l'indice, plus la variation de son cours influe sur celle de l'indice.

#### A savoir

Le «flottant» est la partie du capital de chaque société cotée qui n'est pas détenue par des actionnaires stables mais susceptible d'être cédée en bourse à court terme. Toutes choses égales par ailleurs, plus ce «flottant» est important, meilleure sera la liquidité des titres de la société et plus faibles seront les amplitudes de cours de son action.

#### A savoir

C'est grâce à cette technique, dite «basket trading», qu'il est possible de rendre un ETF quelconque éligible au plan d'épargne en actions (PEA). La condition de l'éligibilité d'un fonds au PEA étant que 75 % des titres du portefeuille appartiennent à des sociétés de l'Union européenne, il suffit de constituer le portefeuille du tracker de telle sorte qu'il respecte effectivement ce pourcentage de titres puis d'en «swiper» les résultats avec ceux de l'indice de référence désiré. C'est ainsi que des ETF portant sur des indices chinois ou brésiliens, par exemple, peuvent être rendus éligibles au PEA.

Le fait qu'un tracker apparaisse comme un simple panier d'actions (éventuellement augmenté des liquidités obtenues par des versements de dividendes) peut laisser croire que sa gestion est simple, voire inexistante. Mais sur ce marché très concurrentiel qui offre des marges étroites, pour obtenir les meilleurs résultats possibles, les émetteurs mettent en œuvre des techniques de gestion complexes qui font appel à des instruments financiers sophistiqués et à des produits dérivés. C'est ainsi que certains trackers ne répliquent leur indice de référence qu'avec 90 % de leur capitalisation. Les 10 % restants sont investis dans des produits dérivés via un swap (contrat d'échange). Dans ce cas, un tracker sur le CAC 40 de la bourse de Paris peut échanger des parts du CAC 40 contre des parts du S&P 500 de la bourse de New York, par exemple.

### Comment fonctionnent les trackers ?

Produits hybrides conçus comme des OPCVM mais cotés comme des actions, les trackers sont négociables en bourse à n'importe quel moment de la séance. Les horaires de négociation diffèrent selon

la place de cotation. En France, ils sont cotés sur le compartiment Nextrack d'Euronext Paris de 9h05 à 17h40.

Composés comme leurs indices de référence, ils évoluent de la même façon : chaque pourcentage de hausse ou de baisse subi par le sous-jacent est répercuté sur le tracker. Un investisseur qui achète un tracker répliquant l'indice CAC 40 achète l'indice CAC 40.

Les types d'ordres sont les mêmes que ceux prévus pour les actions. Un investisseur peut donc acheter ou vendre des trackers en bourse en passant les mêmes types d'ordres que ceux utilisés pour acheter des valeurs mobilières classiques : au marché, à la meilleure limite, à cours limité, à seuil de déclenchement, «stop-loss», à «révocation»... Les trackers peuvent également être vendus à découvert puisqu'ils peuvent être négociables sur le service de règlement différé (SRD). Cependant, les opérations d'éligibilité au SRD – tout comme celles d'éligibilité au plan d'épargne en actions (PEA) – ne sont pas systématiques. L'investisseur doit donc se renseigner sur les conditions et la validité de cette éventuelle éligibilité avant de s'engager en toute connaissance de cause.

Lorsque les ordres ont été passés, ils sont exécutés comme s'il s'agissait d'ordres passés sur des actions. Sur Euronext, ils sont exécutés dans la logique des «carnets d'ordres».

#### A savoir

Dans un marché centralisé comme c'est le cas d'Euronext Paris, le carnet d'ordre recense tous les ordres de bourse afférents à un titre financier. Ceci permet de confronter l'offre et la demande. Le cours d'équilibre du titre est ensuite calculé pour maximiser le nombre de transactions. En France, seules les sociétés de bourse ont la possibilité d'inscrire des ordres dans le carnet tenu par Euronext Paris.

#### Rappel

Le service de règlement différé (SRD) est le marché sur lequel se négocient les actions des principales sociétés françaises et étrangères. Les titres (actions ou obligations) achetés «avec SRD» sont payés à crédit. L'acheteur paie le prix de la prochaine liquidation boursière à la fin du mois et le vendeur livre les titres et est payé du prix de sa livraison lors de cette liquidation et non pas trois jours après la transaction comme c'est habituellement le cas. Acheteur et vendeur ont toutefois la possibilité, moyennant le versement d'un intérêt, de demander le report de paiement et la livraison des titres à la liquidation du mois suivant.

Les parts de trackers sont cotées en continu sur un segment spécifique du marché Euronext (Next-Track). Elles sont négociables de la même manière que les actions, c'est-à-dire au comptant ou avec service de règlement différé (SRD) lorsque les actions qui constituent le tracker peuvent bénéficier de ce service.

La valeur liquidative d'un tracker (la valeur de ses actifs estimés sur la base de leur dernier cours ou valeur) est calculée en divisant la valeur totale du fonds (investissements + liquidités non investies) par le nombre de parts existantes. Elle représente une fraction de l'indice (en général 1/100) qui lui sert de sous-jacent. Exemple : si l'indice CAC 40 cote 3133, le tracker CAC 40 Master Unit cote 31,33 euros.

Comme tous les OPCVM, les trackers sont dotés d'une valeur liquidative dite «officielle» (VL) qui correspond à la valorisation des actifs du fonds ou de la Sicav divisée par le nombre de parts. Cette valeur liquidative officielle est calculée et publiée quotidiennement par la société de gestion et vérifiée par un établissement spécialisé appelé valorisateur. Parallèlement, et pour des raisons régle-

mentaires, Euronext calcule et publie une valeur liquidative dite «indicative» qui est actualisée toutes les 15 secondes en fonction de la variation de l'indice et diffusée en continu pendant les heures d'ouverture du marché. Elle permet aux investisseurs d'avoir à tout instant une indication fiable du prix des trackers.

La cotation des trackers est encadrée par un système de seuils de réservation à la hausse ou à la baisse basé sur la valeur liquidative indicative propre à chaque produit. Le seuil de réservation à la hausse désigne le cours boursier de référence augmenté du maximum de la fourchette de variation autorisée pour une séance. Le seuil de réservation à la baisse désigne le cours boursier de référence diminué du minimum de la fourchette de variation autorisée pour une séance de bourse. Chaque tracker répond donc à la loi de l'offre et de la demande. Pour éviter de fortes hausses ou baisses du cours qui pourraient survenir lors de l'arrivée massive d'ordres d'achat ou de vente et risqueraient de s'éloigner de la valeur liquidative indicative, des seuils de réservation très restrictifs ont été fixés : dès que le cours d'un tracker s'éloigne de plus ou moins 1,5 % de sa valeur liquidative indicative, sa cotation est suspendue. Elle ne reprend qu'après le retrait des ordres qui avaient provoqué ce décalage ou qu'avec l'arrivée de nouveaux achats (ou ventes) qui rétablissent l'équilibre du marché. Les valeurs liquidatives indicatives sont accessibles sur le site Internet d'Euronext ainsi que sur les sites des courtiers en ligne. Elles sont dotées d'un code Isin et d'un code mnémotique aisément identifiable puisqu'il suffit, pour le connaître, de faire précéder le code du tracker des lettres VL. Par exemple, pour le Dow Jones Industrial Average Master Unit dont le mnémotique est DJE, la valeur liquidative est affectée du code VLDJE. La liquidité des trackers est confiée, en plus des sociétés émettrices, à deux teneurs de marché qui

### Rappel

Pour les produits portant sur des indices qui comportent des valeurs non européennes, les seuils de réservation peuvent être fixés à plus ou moins 3 %. Cette tolérance supplémentaire s'explique par le fait qu'il est plus difficile de calculer leur valeur liquidative indicative parce que les horaires du marché européen sur lequel ils sont cotés ne coïncident pas avec ceux de la place financière étrangère sur laquelle sont négociés les titres de l'indice sous-jacent.

fournissent en permanence des prix à l'achat ou à la vente et assurent ainsi une grande accessibilité de ces produits.

La performance d'un tracker est liée à la progression de l'indice dupliqué. Par exemple, lorsque l'indice CAC 40 progresse de 20 % ou diminue de 5 %, la valeur du tracker – si le produit est pur – augmente ou baisse dans les mêmes proportions. En pratique, sur la durée, un tracker obtient toutefois une performance légèrement inférieure à celle de son indice de référence du fait des frais de courtage.

### A savoir

Le code Isin (International Securities Identification Number) correspond à une codification alphanumérique de 12 caractères (les deux premières lettres identifient le plus souvent le pays dans lequel la valeur a été émise) reposant sur le principe d'un code international unique par valeur. En France, cette codification déjà utilisée par de nombreux marchés financiers, a remplacé le code Sicovam. Quant au code mnémotique, indispensable pour la passation d'un ordre de bourse, il est plus facile à retenir que le code Isin. Pour les actions et les trackers, il comporte seulement quelques lettres. Par exemple, ALO désigne Alstom et ML Michelin. Ces codes sont disponibles dans les listes de trackers.

### A savoir

Les trackers composés d'actions versent un dividende à leurs détenteurs.

### ■ Trackers : mode d'emploi

L'achat de trackers s'effectue au comptant par le canal d'un compte titres ouvert chez un intermédiaire financier. Tout investisseur qui souhaite acquérir (vendre) un tracker peut, soit réaliser l'opération lui-même en mentionnant clairement le nom et le code mnémotique et le code Isin du produit, soit passer un ordre d'achat (de vente) à son intermédiaire financier comme il le ferait pour des actions en lui précisant le nom et les codes du fonds. L'ordre sera exécuté dès que les conditions de marché le permettront.

### •Frais

Contrairement aux fonds indicatifs auxquels ils sont apparentés, les trackers ne comportent pas de frais d'entrée ni de frais de sortie mais des frais de courtage (moins de 10 euros chez les courtiers les moins chers). Et des frais de courtage réduits puisque pour acquérir le panier de valeurs correspondant à l'indice de référence, l'investisseur ne s'acquitte qu'une seule fois des frais en question alors que pour acquérir et mettre en portefeuille la totalité des titres composant l'indice sous-jacent il lui faudrait s'acquitter des frais de courtage aussi souvent que l'indice compte de titres. Quarante fois, par exemple, pour acquérir tous les titres de l'indice CAC 40 qui compte 40 valeurs. L'émetteur prélève ensuite des frais de gestion annuels retranchés directement du prix de cotation mais ces frais sont très faibles (0,15 à 0,95 % selon leur nature) comparés à ceux prélevés par de nombreux fonds (en général deux à quatre fois plus importants annuellement).

### •Revenus

Les revenus des trackers sont constitués par les dividendes reçus des sociétés (ou par les produits des obligations) appartenant à l'indice de référence. Le montant des dividendes distribués correspond à celui des revenus reçus par le fonds sous déduction des frais de gestion.

### •Fiscalité

La fiscalité des trackers est celle applicable aux OPCVM. Les plus-values réalisées lors de la vente des parts sont imposables, dès le premier euro, si le montant annuel des cessions réalisées au cours de l'année excède, par foyer fiscal, le seuil fixé à 25 730 euros pour 2009. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2009, elles sont imposables à un taux global de 30,1 % (18 % plus 12,1 % de contributions sociales).

Les moins-values sont imposables sur les gains de même nature réalisés au cours de l'année de la cession ou des 10 années suivantes, à condition que le seuil de cession soit dépassé l'année de leur réalisation.

Les produits perçus par le fonds – comme c'est le cas pour toute valeur mobilière – peuvent ou non être distribués aux porteurs ou actionnaires et conservent leur nature d'origine. S'ils sont distribués, les sommes versées ont une nature de dividendes d'actions françaises et ouvrent droit à l'abattement fixe annuel de 40 % applicable aux produits d'actions françaises et à un abattement annuel de 1 525 euros pour un célibataire, un veuf, un divorcé ou une personne mariée imposée séparément, ou de 3 050 euros pour un couple marié ou pacsé soumis à imposition commune. Ils sont ensuite, au choix du contribuable, soumis au barème de l'impôt ou à un prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % augmentés, dans l'un et l'autre cas, des prélèvements sociaux (12,1 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2009).

Si les trackers sont admissibles au PEA, en cas de retraits après cinq ans, les plus-values et les dividendes ne subissent que 12,1 % de prélèvements sociaux (depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2009).

### ■ Les trackers présentent des avantages...

Ces produits sont :

– simples d'utilisation : ils sont accessibles par tous les types d'investisseurs (professionnels et particuliers). Ils n'ont pas de date d'échéance. Ils ne sont pas limités dans le temps et peuvent être utilisés pour investir à très court terme (day trading) comme à long terme (au-delà de cinq ans). Leur cotation est aussi facile à suivre que celle d'une action puisqu'elle est assurée en continue sur Euronext ;

– porteurs de diversification : en une seule transaction et avec une faible capacité d'investissement, ils offrent la possibilité d'accéder à un portefeuille diversifié d'actions ou de produits de taux français ou étrangers représentatif d'un marché, d'un secteur d'activité ou d'une stratégie d'investissement et de bénéficier de leur performance tout en répartissant les risques. Ils garantissent cette diversification lors de chaque transaction puisqu'ils permettent d'acheter un panier de titres sans être obligé d'acquérir tous les titres qui composent leur indice de référence ;

– transparents : lorsqu'ils sont purs, ils reflètent fidèlement l'indice auquel ils se réfèrent grâce à leur cotation en continu ;

– économiques puisque, contrairement aux fonds indiciaires, ils ne comportent pas de frais d'entrée ni de sortie et, ne nécessitant pas (sauf exception : Cf. «Evolution») de gestion active, ne font pas l'objet d'une sélection de titres.

Ils garantissent la même performance que les indices boursiers, dividende inclus, moins la com-

mission de gestion qui est très raisonnable. Ce qui constitue un avantage certain par rapport aux autres catégories de fonds puisque, selon une étude américaine, à peine 20 % des fonds d'investissement parviennent à surperformer leurs indices de référence.

La plupart de ceux cotés sur la place de Paris sont éligibles au PEA même si leur exposition porte sur un indice étranger hors Union européenne et peuvent bénéficier du SRD (service de règlement différé).

Leurs détenteurs perçoivent les dividendes distribués par les actions qui le composent.

A la différence des Sicav, ils sont négociables à un cours limité par l'investisseur, et peuvent être achetés et vendus à un cours connu durant toute la séance de bourse et aux meilleures conditions du marché.

### ■ ... et quelques risques et inconvénients

Il faut cependant rester vigilant car certains de leurs avantages peuvent être porteurs d'inconvénients. Ils suivent leurs indices de référence... en toutes circonstances ! L'investissement «trackers» comporte donc des risques communs à tous les investissements en valeurs mobilières. Au premier rang desquels le risque marché. Le porteur d'un tel produit s'expose ainsi aux évolutions de l'indice sous-jacent : une évolution à la baisse des titres composant l'indice provoque une baisse de la valeur liquidative du tracker et inversement. En période faste, lorsqu'ils sont des produits de réplique purs, ils offrent aux investisseurs l'assurance de suivre fidèlement leurs indices de référence. En période de crise financière, ils font preuve de la même fidélité... mais à la baisse.

A ce risque de marché s'ajoutent le risque «pays» et le risque de change. Certes, les trackers permettent d'avoir facilement accès aux places financières

étrangères et/ou exotiques car il est plus facile d'acquérir un titre ou un secteur par le canal d'un de ces produits plutôt que de l'acheter seul sur les marchés. Mais l'évolution des monnaies des différents pays peut être favorable aux investisseurs comme elle peut avoir de lourdes conséquences sur les performances. Il ne faut pas les négliger. Et il faut être d'autant plus vigilant qu'il est très difficile d'anticiper les évolutions d'une monnaie. A plus forte raison pour un particulier. Un investisseur qui décide de prendre, par exemple, position sur les matières premières et plus spécialement sur le pétrole dont le tarif est exprimé en dollars s'expose à des pertes si le prix du baril vient à monter et que le billet vert baisse. Le risque n'est pas propre aux trackers : toute acquisition de valeurs cotées dans une autre monnaie que celle de son marché d'origine est exposée à ce type de risque, mais il est bon de savoir que les trackers ne font pas exception à la règle.

Autre risque spécifique aux trackers : celui que leur objectif de gestion (la réplique de la performance de leur sous-jacent) ne soit pas atteint ou ne le soit que partiellement. Ce qui exposerait l'investisseur à une perte en capital.

Les trackers peuvent aussi faire l'objet d'erreurs de suivi de leurs indices («tracking error»).

#### A savoir

La «tracking error» est définie, aux Etats-Unis, comme l'écart de rentabilité mesuré sur un an entre un tracker et son indice de référence. Cette «tracking error» atteint des seuils différents (de 29 points de base à 70 points de base et plus) selon la nature des indices sous-jacents. Elle est moindre pour les produits qui traquent les indices phares et ceux conçus sur instruments de taux. Elle est plus importante sur les produits sectoriels et internationaux.

La diversification qu'ils procurent peut être biaisée par la composition de l'indice qui leur sert de sous-jacent et, par conséquent, par le poids de la capitalisation de chaque valeur qui constitue ce sous-jacent. Si une compagnie ou un secteur représente une très grosse part de l'indice parce que sa capitalisation est beaucoup plus importante que celles de toutes les autres entreprises ou des autres secteurs cotés dans cet indice, l'investisseur perd l'un des avantages les plus importants liés aux trackers : celui de pouvoir diversifier son portefeuille à moindre coût. En 2000, par exemple, le poids des valeurs technologiques était très important au sein du CAC 40. A contrario, elles peuvent aussi y être peu représentées. «Acheter» un indice peut donc revenir à prendre le risque de privilégier un secteur d'activité. Ou de le délaissier. A contrario, ces produits permettent de «jouer» la spécialisation. En période de crise, d'opter par exemple pour un secteur défensif comme celui de la distribution, de la pharmacie ou, plus largement, de la santé. Et en période de croissance, pour un secteur cyclique plus exposé aux évolutions du cycle économique. Bien que les frais soient peu élevés sur les trackers, il faut éviter de multiplier les opérations sur ces produits. Elles finiraient par devenir onéreuses. Mieux vaut investir des sommes importantes plutôt que de multiplier les petites opérations.

Lorsque les trackers sont utilisés à titre de diversification, il faut – dans la mesure du possible et bien que la déconnexion des différents marchés géographiques et des différentes économies fasse débat – penser à acquérir des produits décorrélés, c'est-à-dire qui n'évoluent pas exactement de la même façon que leur marché. Faute de quoi il n'y aurait pas répartition des risques.

Dividendes non réinvestis : certains trackers ne réinvestissent pas les dividendes issus des actions figurant dans l'indice. Ces dividendes sont payés

alors aux détenteurs de parts ce qui engendre une performance légèrement inférieure aux fonds indexés. C'est un effet connu sous le nom de «dividend drag».

### ■ Des trackers, pour quoi faire ?

Puisqu'ils peuvent être vendus à découvert, ils constituent des instruments financiers faciles à maîtriser pour parier sur la hausse ou la baisse d'un indice de référence ou pour couvrir le reste du portefeuille contre un risque de baisse globale du marché.

En période de crise, lorsqu'un futur fait défaut pour effectuer une couverture, ils peuvent servir à protéger certains portefeuilles financiers qui leur sont suffisamment bien corrélés. Ainsi, un portefeuille de mid small caps suffisamment corrélé à un indice de même nature, peut être couvert par une vente de trackers.

Les investisseurs institutionnels qui disposent d'un horizon d'investissement de long terme, montrent de l'intérêt pour les trackers, notamment dans le cadre de leur allocation stratégique. Les trackers leur servent aussi de produit d'ajustement lors de leurs rebalancements trimestriels de portefeuille.

Les sociétés de gestion investissent sur des trackers pour prendre des positions sur les marchés pour lesquels il n'existe pas de produits dérivés mais aussi pour être conformes aux réglementations de leurs clients qui ne peuvent pas recourir aux produits dérivés. Dans le cadre d'une allocation stratégique, les trackers permettent d'exposer facilement un portefeuille à un très grand nombre de marchés, à coût réduit et de manière durable. Et dans le cadre d'une allocation tactique, leur liquidité autorise une exposition rapide à de nombreuses classes d'actifs pour répondre à des stratégies très diverses : optimisation du «cash» disponible, réexposition rapide d'un portefeuille en ajustant des

paramètres (secteurs, pays, duration, crédit) ou diversification sur des styles de gestion (growth, value, high dividend, etc.).

Quant aux investisseurs particuliers, ils se montrent de plus en plus friands de ce produit et l'utilisent essentiellement comme outil de diversification.