

Une autre façon de miser sur les dividendes d'entreprises

Des fonds tirent parti du fort développement du marché des futures sur dividendes pour jouer directement cette composante de la valeur d'une action.

PAR XAVIER DIAZ

C'est une classe d'actifs méconnue d'un grand nombre d'investisseurs en Europe et encore peu répandue en gestion d'actifs : les dividendes. Certes, il est possible de jouer cette thématique en achetant des entreprises dont la politique de distribution est particulièrement généreuse, ce que font la plupart des fonds haut dividende. Et cela a du sens puisqu'une part non négligeable de la performance des actions vient des coupons versés par les sociétés (59 % en moyenne, selon les calculs de Laffitte Capital Management pour les valeurs de l'indice EuroStoxx 50 depuis 1990). Mais ce type de fonds porte un important bêta et évoluent donc au gré du marché et non pas seulement du rendement des actions. Une façon de se soustraire au bêta est de jouer directement les seuls dividendes et ce sans passer par l'action, ce qui est aujourd'hui permis par le spectaculaire développement du marché des futures sur dividendes. Lancé par Eurex, en Europe, en 2008, il a depuis été multiplié par 17 avec aujourd'hui un notionnel de 16,5 milliards d'euros, tandis que le volume d'échanges quotidiens a plus que décuplé à 250 millions. Ces instruments permettent de se positionner sur les anticipations de dividendes d'indices (actuellement 5) ou de grandes entreprises (78) sur 10 maturités (annuelles, dividendes versés entre le 1/1 et le 31/12).

Actifs décorrélés

Quelques sociétés de gestion ont investi ce nouveau créneau. « Ce marché encore balbutiant devrait intéresser les grands fonds de pension en Europe », estime Denis Panel, responsable des investissements chez Theam, société de gestion de BNPP IP qui a créé en 2009 en France

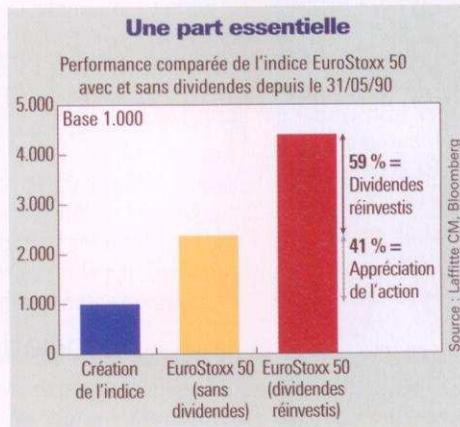
le premier fonds investi directement sur les dividendes, le Theam Harewood Euro Long-Dividends. Ces investisseurs, et notamment ceux qui ont une poche actions importante, ont intérêt à avoir une partie de leur portefeuille dans cet actif. La corrélation entre les dividendes et les autres classes d'actifs est faible, voire négative. « Elle était de +24 % avec les actions en moyenne entre 1995 et 2008 », illustre Denis Panel. Cela s'explique par le côté résilient des dividendes. « Les dividendes continuent d'être payés, même quand la situation de l'entreprise se dégrade, et ils ne sont supprimés qu'en dernier ressort », explique David Lenfant, *partner* chez Laffitte Capital Management. La volatilité des dividendes est donc moins importante que celle des actions, ce qui améliore le couple risque-rendement sur longue période. « C'est un outil de communication important pour les dirigeants vis-à-vis de leurs actionnaires », confirme David Lenfant.

Entre sa création et fin juillet dernier, le fonds de Theam (44 millions d'euros d'actifs sous gestion) a enregistré une progression annualisée de 14,2 % avec une volatilité de 17,2 % alors que l'indice EuroStoxx 50 affiche un gain de 5,5 % annuel avec une volatilité de 23,6 %. C'est un fonds directionnel investi dans les dividendes de l'EuroStoxx 50 au travers de contrats de *swaps* qu'il conclut avec BNP Paribas CIB. « Cela revient au même que de passer par le marché des futures puisque la banque se couvre au final sur ce marché », relève Denis Panel. Surtout, les deux marchés sont aussi liquides et nous bénéficions de l'exper-

tise et du conseil de la banque d'investissement. » Le processus d'investissement est à la fois systématique et discrétionnaire. « Systématique car nous misons toujours sur les quatre prochaines maturités qui sont reportées à l'approche de leur échéance, décrit Denis Panel. Cela nous permet de lisser les points d'entrée et d'offrir une exposition à l'ensemble du marché. Et discrétionnaire car les pondérations de chacune des maturités dans le portefeuille vont varier en fonction de nos anticipations sur les dividendes ce qui nous permet, entre autres, de sortir du marché en cas d'événement exceptionnel. »

Le fonds Laffite Index Arbitrage (10 millions d'euros d'actifs sous gestion) investit pour moitié sur les arbitrages d'indices (anticipation des repon-

dérations d'indices) et pour moitié sur des stratégies d'arbitrage sur dividendes. « Cela a du sens d'avoir ces deux types de stratégies dans le même fonds puisque toute repondération d'un indice a un impact sur sa structure des dividendes », explique David Lenfant. A partir des analyses de dividendes réalisées par l'équipe de recherche, le fonds va exploiter les distorsions existant sur le marché en arbitrant un sous-jacent contre un autre. « Nous avons pu arbitrer, par exemple, certains acteurs des télécoms contre d'autres qui avaient pris de l'avance sur leur programme de réduction des dividendes », poursuit-il. Le fonds pourra aussi arbitrer deux maturités différentes d'un même sous-jacent ou réaliser des opérations de portage qui seront « bêta hedgées ». Il vise une performance absolue équivalente à Eonia +4/6 % à moyen terme. ■



LE MARCHÉ

atteint aujourd'hui un notionnel de 16,5 milliards d'euros.