



LES DIVIDENDES, UNE CLASSE D'ACTIFS ÉMERGENTE

Un séminaire organisé par Eurex et L'Agefi,
qui a réuni plus de 80 professionnels à Paris, le 15 mai 2014.



Publi-dossier distribué avec l'édition du 19 juin 2014 de l'AGEFI HEBDO

Entretien avec Paul Beck, Directeur d'Eurex Paris (Deutsche Boerse Group)

Tout d'abord, comment est né ce marché des dérivés sur dividendes ?

Le marché des dérivés sur dividendes est un marché relativement récent. Il est d'abord apparu sur le marché de gré à gré, au début des années 2000. Il permettait aux banques de couvrir leur risque de dividendes, dans le cadre de la conception de produits structurés notamment. Puis en 2008, Eurex a été la première bourse en Europe, et même dans le monde, à lister des contrats de dérivés sur dividendes avec l'indice Eurostoxx 50. En outre, en 2010, nous avons listé des options dividendes sur l'indice Eurostoxx 50 et différents futures dividendes sur des actions individuelles, comme par exemple Siemens, Total, Axa, Banco Santander, etc.

Il s'agissait donc d'abord de produits indicels, puis dans un second temps de produits dits « single stock ». Et quelles ont été les dernières innovations, de nouveaux marchés ont-ils été couverts récemment ?

Nous nous sommes concentrés au début sur l'Europe. En termes de produits, ce sont surtout les titres individuels qui ont produit la plus forte croissance, au cours de ces deux dernières années. Mais nous venons aussi de lancer, il y a quelques semaines, des futures sur dividendes sur des valeurs américaines, comme Apple ou Microsoft. Nous comptons ainsi aujourd'hui au total, plus de 100 contrats futures sur dividendes sur les plus grandes capitalisations boursières en Europe, en Suisse, en Grande-Bretagne et aux États-Unis.

Quelles sont les principales caractéristiques de cette classe d'actifs ?

Ce marché, sur lequel Eurex est devenu la référence en Europe voire au niveau mondial, est encore relativement jeune, mais il recèle beaucoup de potentiel. Il est particulièrement intéressant pour les clients institutionnels, pour plusieurs raisons : il est beaucoup plus fondé sur les fondamentaux que le marché actions lui-même, il connaît aussi une volatilité plus réduite, et enfin sa corrélation vis-à-vis des autres classes d'actifs est faible. Finalement, les dividendes sont également une sorte de « hedge » contre l'inflation.



**“ Eurex a été, en 2008,
la première bourse
à lister des contrats
de dérivés sur dividendes**

Panorama du marché des dérivés sur dividendes



“ Les banques cherchant à se couvrir ont naturellement un biais vendeur ”

Delphine Leblond-Limpalaër,
CFA, Equity derivatives Specialist, SG CIB

Si vous analysez les performances de l'Eurostoxx 50 versus Eurostoxx avec dividendes réinvestis, sur le long terme, vous observez que le dividende en représente la plus grosse part. Pourtant les analystes attachent encore souvent peu d'importance au dividende et c'est une source d'opportunités sur ce marché.

Pour revenir sur son origine, il remonte à la conception de produits structurés. Une banque prend le dividende pour financer ce type de produit et, pour sa part, l'investisseur ne perçoit pas de dividende, mais un coupon fixe chaque année. Ainsi, les banques détiennent de grosses expositions aux dividendes et ont créé ces produits pour recycler ce risque. En conséquence, fondamentalement, elles ont d'ailleurs toujours un biais naturel plutôt vendeur. Au début, le marché était purement OTC, traité par quelques desks de compte propre et quelques hedge funds. Puis ces produits ont été listés et aujourd'hui la gamme de clients est devenue très large.

L'intérêt de ce produit est qu'il est extrêmement simple. Il est plus facile d'avoir un bon degré de certitude sur l'évolution des dividendes, que sur d'autres classes d'actifs, plus facile de dire que demain Orange va pouvoir payer son dividende de 60 cents que de dire que l'action Orange sera à 15 euros.

En pratique le mode de calcul est le suivant : si demain vous achetez un contrat de dividendes futures sur Orange, par exemple traité à 50 cents, et que vous anticipez qu'Orange payera 60 cents, s'il paye effectivement 60 cents, vous gagnez 10 cents, s'il paye 40, vous perdez 10 cents. Bien entendu, s'il ne verse pas de dividende, vous perdez tout. Ce qui est pris en compte dans le contrat ce sont tous les dividendes

payés entre le troisième vendredi de décembre d'une année et le troisième vendredi de décembre de l'année suivante (cela correspond aux maturités des options). Les dividendes 2015 sont les dividendes de l'année fiscale 2014, payés en 2015.

Concernant les volumes, l'essentiel de la liquidité se situe sur le court terme. Les volumes ont beaucoup augmenté, mais les intervenants ne sont pas les mêmes sur le court et le long terme, car les paris ne sont pas les mêmes : il est plus facile de savoir ce que Daimler va payer l'an prochain que ce que Daimler va payer dans 10 ans. Ce ne sont pas les mêmes « drivers ».

En termes d'analyse, il y a trois critères faciles à prendre en compte : quel est le « payout » de l'entreprise, est-ce que le « free cash flow » couvre le dividende et quel est le « yield » ? Si une entreprise paye un « yield » de 10 % alors que le reste du secteur est à 5 %, c'est un risque. Nos analystes considèrent qu'en général un « yield » supérieur à 6% est peu soutenable. Par ailleurs, il est indispensable d'évaluer le « downside » potentiel, soit, entre autres, quelle est la probabilité que l'émetteur ne verse pas de dividende. Sur ce marché, des gains rapides peuvent être réalisés, mais il faut avoir effectué auparavant un bon travail d'analyse fondamentale.

La performance est, depuis le début de l'année et sur la plupart des maturités, meilleure que sur les actions, tandis qu'en 2013, elle l'était un peu moins, mais avec une volatilité beaucoup moins importante. En fait, sur cette classe d'actifs, le ratio de « sharpe » est bien meilleur. Si par exemple, Siemens perd 10 % demain, ce n'est pas pour autant que l'entreprise va couper son dividende. Il y a souvent un décalage et ainsi la volatilité est moins importante.

 Panorama du marché des dérivés sur dividendes



La différence entre un produit sur action et sur dividende est que le prix de ce dernier, à maturité, est indépendant des flux et des sentiments de marché. La prime de risque sur le marché des dividendes va ainsi converger vers zéro, au fur et à mesure que l'on aura une meilleure vision sur les résultats des sociétés, puis lorsque ces derniers seront annoncés et enfin quand les dividendes seront connus.

Cela se reflète aussi sur le comportement de chaque maturité. Plus les maturités vont être longues, plus le bêta, c'est-à-dire la corrélation des mouvements des futures sur dividendes par rapport à leur indice actions sous-jacent, va converger vers 1 : le future sur dividendes de l'année 2020 va bouger grosso modo en ligne avec l'indice Eurostoxx 50. Les considérations pour les dividendes long-terme étant macroéconomiques, la mesure est le taux de rendement sur l'indice sous-jacent, tandis que sur les maturités de court terme, plus le future va se rapprocher de sa maturité, plus son bêta va tendre vers zéro : les considérations à prendre en compte pour les futures sur dividendes seront alors plus microéconomiques, elles seront le fruit d'une analyse des fondamentaux, des résultats des sociétés, de la politique de dividende de chaque société. Sur cette partie de la courbe, en général

sur les trois dernières années, ces maturités dites « bottom-up » vont voir une baisse de leur bêta à l'indice Eurostoxx 50 et permettre de générer de l'alpha à travers la convergence du prix du future vers le niveau fondamental des dividendes réalisés.

Concernant nos anticipations sur les années futures, nous n'attendons que très peu de croissance sur 2015, une légère hausse sur les financières, après la très importante chute de leurs dividendes post-2008, soit un début d'augmentation des « payout » et un point d'inflexion en 2016, avec alors un vrai rebond des dividendes des financières et une progression modérée sur les cycliques. Ainsi, nous anticipons une croissance assez faible sur les maturités très court terme, mais un rebond sur les maturités moyen terme.

***Plus les maturités
sont courtes plus
le beta est faible***

Dans cette perspective, nous avons préconisé entre autres la stratégie suivante : Long 2018 versus Short dividendes 2015 de l'indice Eurostoxx 50. Aujourd'hui nous pensons que la maturité 2015 offre toujours une prime de risque assez faible compte tenu de son risque inhérent et du temps qui reste à courir jusqu'au « settlement » tandis que les maturités longues offrent un meilleur couple rendement/risque. Enfin, nous nous attendons à une pentification de la courbe des dividendes de l'Eurostoxx 50 avec la mise en place de l'assouplissement monétaire par la BCE.



« Un actif structurellement sous-valorisé et peu volatile



De gauche à droite :

Arnaud Llinas, Head of Lyxor ETFs & Indexing, Lyxor Asset Management
Warin Buntrock, Adjoint du Directeur des Gestions, BFT Gestion (Amundi)
David Lenfant, Managing Partner, Laffite Capital Management
Jad Comair, Founder and CIO, Melanion Capital

Arnaud Llinas, vous représentez le monde de la gestion indicielle. En l'occurrence, Lyxor a créé, en 2010, un ETF dédié à ce marché. Quelles sont ses qualités intrinsèques, qui en font une exposition intéressante pour un investisseur ?

Arnaud Llinas : La classe d'actifs des dividendes implicites présentent deux avantages majeurs. Le premier avantage est sa nature structurellement sous valorisée par rapport à sa valeur théorique. Cette sous-valorisation est la conséquence de la pression des banques sur cet actif, qui en vendant des fonds structurés constituent des positions longues résiduelles qu'elles doivent vendre dans le marché pour se couvrir. Le deuxième avantage est sa volatilité extrêmement faible, puisqu'elle est deux fois moins importante que celle de l'indice actions sous-jacent, l'Eurostoxx 50. Nous avons construit notre ETF sur un indice qui est une moyenne arithmétique des contrats sur 5 ans, car ce sont les contrats les plus liquides. L'objectif est de capter une prime relativement certaine sur les maturités court terme, mais aussi un effet marché, avec un bêta plus important, sur les maturités moyen terme. Depuis la création de l'indice en 2008, son rendement annuel s'établit à 3,5%, contre 2% pour l'Eurostoxx 50. Il s'agit ainsi d'un investissement actions alternatif. En synthèse, il y a un bêta positif entre l'indice Eurostoxx 50 et l'indice des dividendes, mais également des « drivers » fondamentaux sur l'estimation des dividendes, qui viennent apporter un alpha additionnel

important à l'investissement actions traditionnel.

Warin Buntrock, vous avez une belle antériorité sur ce marché puisque BFT Gestion a investi depuis 2009 sur le marché des dérivés sur dividendes. Privilégiez-vous des stratégies d'arbitrages ou directionnelles ?

Warin Buntrock : L'intérêt est d'abord qu'il s'agit d'un marché peu cher, il y a une prime de risque à capter. Par ailleurs, il y a une certitude de capter cette prime de risque, de la monétiser, à une échéance relativement proche, de quelques années. Mais il y a un arbitrage à réaliser constamment entre une prime de risque plus importante sur des échéances lointaines ou une prime de risque moindre, mais avec une convergence plus rapide, sur des échéances plus proches. Il s'agit principalement de gestions directionnelles : nous achetons peu cher et attendons la convergence vers le prix fondamental. Cela peut se comparer à un investissement dans une obligation zéro coupon : si la société ne fait pas faillite, le prix converge vers son prix de remboursement. Mais en complément, nous mettons en oeuvre des stratégies de valeur relative, de « dividend yield trading » : par exemple en achetant des dividendes 2015 sur l'Eurostoxx et en vendant l'indice sous-jacent, ou vice-versa si nous pensons que les dividendes sont chers. La deuxième stratégie de

Il y a une certitude de capter la prime de risque à une échéance proche



Table-ronde des gérants



valeur relative que nous pouvons mettre en place, est l'arbitrage de courbe. Il y a une structure par termes de la courbe des dividendes, comme sur un marché obligataire. En fait, la courbe est plate sur l'Eurostoxx 50, contrairement aux autres marchés sur lesquels les courbes sont pentues. Par exemple, nous pouvons mettre en place sur l'Eurostoxx 50, une stratégie de pentification de la courbe par termes de dividendes, en achetant les échéances plus lointaines et en vendant des échéances plus proches. La troisième stratégie de valeur relative que nous pouvons envisager, est un spread inter-marchés, nous vendons des dividendes Nikkei 2015, qui sont un peu chers, et achetons des dividendes FTSE 2015.

David Lenfant, pour votre part chez Laffite capital, vous avez créé un premier fonds spécialisé en 2012. Comment combinez-vous des sous-jacents indiciels et des sous-jacents dits « single stocks » ?



David Lenfant : Nous développons des stratégies d'arbitrage, à objectif de performance absolue, sous format UCITS. Le marché des dividendes traite déjà depuis plusieurs décennies, mais en gré à gré, et l'essentiel de l'équipe de Laffite Capital a démarré sa carrière en tant qu'arbitragiste d'indices, notamment d'arbitragiste de « cash & carry ». Techniquement, il s'agit d'arbitrer l'écart de prix entre un future coté et les sous-jacents, les constituants de cet indice. Cet écart dépend du coût de financement mais aussi essentiellement des dividendes. Quand nous montions ces positions d'arbitrage d'indices, nous ne faisons ni plus ni moins qu'acheter et vendre du dividende. Il est vrai que le développement des produits listés a été pour nous une opportunité d'exporter tout ce savoir-faire dans un fonds régulé. Nous avons souhaité le faire avec une approche d'arbitrage, plutôt multi-supports, multi-sous-jacents. Pour notre part, nous avons également développé des arbitrages avec des « single stocks » au sein d'un même secteur. Une stratégie classique peut être de jouer la convergence d'une politique de dividende au sein d'un même secteur, en étant long d'un dividende qui a déjà été coupé et short d'un dividende qui va peut-être l'être.

Nous intervenons également sur le marché des options, qui est une innovation du marché Eurex et qui est de plus en plus liquide. Comme sur les actions et les dérivés actions, nous pouvons développer tout type de stratégie classique optionnelle, de vente de call, de call spread. Suivant certaines opportunités d'arbitrages que nous avons pu détecter dans le marché, nous privilégions soit les futures sur dividendes, soit des stratégies optionnelles, si au vu de notre scénario anticipé, nous estimons que le marché des options offre le même rendement espéré qu'avec les futures en diminuant le risque et la volatilité.

Quels sont les critères concrets d'analyse quantitative mais aussi qualitative ?

David Lenfant : Chaque idée d'arbitrage est issue d'une analyse à la fois qualitative et quantitative. Sur les dividendes, l'aspect qualitatif est fondamental. Pour qu'une société puisse payer des dividendes, nous faisons d'abord une analyse des cash flow distribuables, c'est le b-a ba. Ensuite, nous surveillons titre par titre certains ratios importants comme des ratios « earnings per shares », les ratios d'endettement, la dette sur l'Ebitda. En théorie, plus un bilan est sain, plus la société aura la capacité à payer des dividendes. Nous surveillons également le CDS des sociétés, qui peut être un signe avant-coureur de problèmes potentiels de liquidités, donc de difficultés à payer des dividendes. A cette analyse financière plutôt classique, nous ajoutons une analyse qualitative des politiques de dividendes des sociétés. Le dividende est fixé par un conseil d'administration. Aussi, il faut avoir acquis l'expertise de certaines équipes dirigeantes, de certaines sociétés, de certaines cultures : par exemple aux Etats-Unis, les dividendes sont plus faibles qu'en Europe continentale mais réguliers et faiblement croissants. Cette régularité est demandée par les fonds de pension. En effet, un taux de distribution trop élevé est difficilement soutenable sur très long terme ce qui peut amener une société à couper son dividende.

Jad Comair, vous avez créé, il y a un an, Melanion Capital, une société de gestion basée à Paris et qui se focalise sur la gestion de fonds spécialisés sur ce marché des dividendes. Quelle est votre approche de ce marché ?

Jad Comair : Nous nous sommes spécialisés sur ce marché, parce que nous pensons qu'il y a des sources de rendement qui y sont inhérentes. Nous combinons diverses stratégies, pour avoir des risques qui sont très répartis et des sources de rendement qui sont diversifiées et continues tout au long de l'année. Ces stratégies peuvent être fondamentales comme sur les « single stocks », qui nécessitent de connaître les sociétés, prévoir leurs bénéfices, les dividendes qu'elles vont payer, etc., et des stratégies plus quantitatives sur les indices, les « trades » de courbes et les « trades » d'options. L'alpha est très simple à capter, car il est inhérent à ce marché. Il y a des flux vendeurs car c'est le seul marché au monde où les investisseurs actions peuvent couvrir leur risque d'exposition aux dividendes.

Comment, au sein d'un même portefeuille, combinez-vous des stratégies fondamentales et quantitatives ?

Jad Comair : Sur le fondamental, ce sont essentiellement des vues sur les sociétés. Nous





Table-ronde des gérants

réalisons un travail d'analyse financière pour nous faire des convictions. Ensuite, nous les mettons en place sur les titres ou sur les indices, en évaluant le montant de dividendes qui seront payés. Des approches plus quantitatives peuvent être une stratégie de courbes ou une stratégie d'arbitrage entre les dividendes futures et leurs sous-jacents (des stratégies de « yield »). Ce peut être également une stratégie d'arbitrage pur : nous regarderons les dividendes futures sur indice et nous les comparerons aux dividendes futures sur leurs composants.

Par ailleurs, anticipez-vous un développement de cette classe d'actifs hors d'Europe ?

Jad Comair : Nous sommes ravis qu'Eurex ait listé des « single stocks US » depuis un mois maintenant. En Europe, il y a beaucoup d'intervenants qui sont exposés aux dividendes, mais le marché américain est encore vierge et aucun investisseur américain ne pouvait se couvrir jusqu'à récemment sur son risque de dividende. Nous avons désormais un marché phénoménal qui s'ouvre devant nous et nous poussons Eurex à

Un marché coté est confortable car la découverte du prix est transparente

en lister d'autres, sur les indices ou sur d'autres « single stocks », car notre vision est qu'à terme il y aura autant de dividendes futures dans le monde qu'il y a d'options aujourd'hui. Notre objectif est de croître et d'aller saisir des opportunités dans tous les pays où les investisseurs ont besoin de contreparties qui couvrent leur risque.

Warin Buntrock, comment abordez-vous les marchés non-européens ?

Warin Buntrock : Des futures sur d'autres marchés fonctionnent exactement de la même façon, par exemple sur le Nikkei ou sur le FTSE. Il y a bien entendu un grand intérêt à ne pas être exposé exclusivement sur la zone Euro. Nous intervenons uniquement sur les indices car nous souhaitons avoir un fonds pur qui capte vraiment cette prime de risque marché, même s'il y a aussi des primes de risque sur les « single stocks ». Nous diversifions nos expositions sur le Nikkei, le FTSE et à travers les swaps dividendes sur le S&P aussi. En fait, ce marché est nouveau parce qu'il est coté, mais le marché des dividendes existe

depuis les années 90.

En tant que gérant de fonds, vous avez donc aussi recours au marché de gré à gré.

Warin Buntrock : Un marché coté, listé, est plus confortable. En effet, la découverte du prix est transparente, nous avons ainsi un prix en permanence et un prix de compensation est calculé et affiché tous les soirs. Le marché de gré à gré est moins clair, nous avons des contreparties mais le prix n'est pas public. Cependant, utiliser des swaps aujourd'hui, encadrés par une réglementation plus stricte, avec des règles de mark to market et des appels de marges, etc. en choisissant bien ses contreparties, représente un risque relativement limité.

David Lenfant : Il est vrai qu'il est possible d'utiliser des produits de gré à gré, mais la limite est aussi l'acceptation par la clientèle. Même au sein d'un fonds UCITS, vous ajoutez un risque de contrepartie, qu'il faudra quantifier. Il est beaucoup plus pratique et sécurisant pour les clients de savoir que nous avons plutôt recours à des produits listés. Nous avons fait beaucoup d'OTC dans notre passé bancaire, mais nous observons une convergence de l'OTC et du monde bancaire vers le listé et la gestion pour compte de tiers. Beaucoup de transactions se négocient de gré à gré et viennent finalement se compenser sur le marché organisé. À terme, le volume viendra de toute façon sur le marché organisé.

Arnaud Llinas, la liquidité est de moins en moins grande au fur et à mesure que les maturités sont plus longues. Quels enseignements avez-vous tirés de l'analyse de ce marché au moment de la création de votre ETF ?

Arnaud Llinas : La création d'un ETF sur cette classe d'actifs n'a été possible qu'à partir du moment où des contrats listés étaient disponibles à tout moment à la négociation. C'est un élément clé. Mais nous sommes sur un actif implicite, avec des futures qui certes sont de plus en plus liquides, mais qui ne traitent que quelques centaines de millions par jour. Donc pour nous, c'était un point d'extrême vigilance. Ce qui est rassurant dans cette classe d'actifs, c'est que nous traitons des dividendes des entreprises, qui sont extrêmement simples, qui vont se fixer sur une valeur réelle de paiement des bénéficiaires. Le marché a finalement assez peu de chance de s'assécher, car des arbitragistes interviendront toujours pour le soutenir.