

## Deux méthodes s'affrontent sur le marché des ETF

Par Florent Berthet

le 03/01/2008

La conception de ces fonds indiciels cotés repose soit sur une réplification intégrale, soit sur une réplification synthétique.

Transparents, simples d'usage, les *exchange traded funds* (ETF), ces fonds indiciels cotés en Bourse en continu, ne sont pourtant pas tous constitués de la même façon. Si l'objectif commun est bien de réaliser une performance la plus proche possible de l'indice, tous ne sont pas composés de l'ensemble des titres sous-jacents de leur *benchmark*.

Pour la plupart des gérants, le portefeuille de l'ETF est constitué de titres physiques : « *Quand un ordre d'achat est passé chez un market maker, celui-ci, recevant les capitaux, achète sur le marché un panier de titres reflétant l'indice et les transfère au gérant contre des parts d'ETF, qu'il remet au souscripteur* », indique **Selim Dekali**, coresponsable des ETF de State Street à Paris. Mais chez Lyxor en particulier, la filiale de gestion de la banque d'investissement de la **Société Générale**, le choix a été fait de reproduire les indices de chacun des ETF de la gamme grâce au recours à des *swaps*. On oppose ainsi la réplification intégrale à la réplification synthétique.

### Eligibilité au PEA

En tant que gérant français, l'un des principaux intérêts du recours aux *swaps* est de rendre la plupart de ses fonds éligibles au PEA (plan d'épargne en actions), une enveloppe privilégiée des épargnants détenteurs d'actions. C'est ainsi par exemple qu'un ETF dédié à la Bourse indienne de Lyxor peut être intégré dans un PEA, qui pourtant n'est ouvert qu'aux actions européennes. Précisément, il est composé à hauteur d'environ 90 % d'actions européennes (le minimum réglementaire est fixé à 75 %), et le reliquat sert en partie à financer un *swap*, c'est-à-dire un contrat par lequel une banque d'investissement contrepartie s'engage à offrir le rendement d'un indice prédéfini. Le portefeuille d'actions de l'ETF n'est pas géré activement, il est composé de titres très liquides car il n'a pas pour objet de dégager une surperformance, mais de permettre de respecter les ratios réglementaires, le rendement de l'ETF étant exclusivement issu du *swap*. En outre, précise Laetitia **Roche** Hintzy, responsable marketing France des ETF chez Lyxor, « *la réplification synthétique est particulièrement utile quand il s'agit de répliquer un indice large, comme le MSCI World par exemple, qui comporte 1.700 valeurs. Il évite en effet les coûts de frottement liés à la gestion d'un très large portefeuille d'actifs physiques et donc d'avoir une tracking error (déviation par rapport à l'indice) proche de zéro* ».

De même, il s'avère être une bonne solution aux obligations de concentration maximum des OPCVM : suivre un indice sectoriel sur un marché étroit peut conduire à ne plus pouvoir respecter les normes de dispersion des risques lorsque les principales valeurs dépassent une certaine pondération et que le portefeuille de l'ETF contient des titres réels. La question se pose par exemple pour le secteur de l'énergie et la solution consiste à respecter les règles de composition d'un OPCVM, mais aux dépens d'un suivi exact de l'indice. Or, le recours au *swap* permet d'éviter cet écueil.

### Prêts de titres

Face à ces contraintes, les tenants de la stratégie de réplification intégrale, dite de « panier parfait », ont des arguments. Ces gérants trouvent dans la réalisation d'opérations de prêt de titres une source de revenu complémentaire. Cette opportunité est inscrite en toutes lettres dans la notice d'information des ETF d'iShares : « *Nous nous engageons à réinjecter dans les fonds la moitié des revenus du prêt des sous-jacents, ce qui permet de compenser, voire d'annuler les frais de gestion* », indique **Eric Wohleber**, directeur de **Barclays** Global Investment et de sa gamme d'ETF iShares pour la France. Ces opérations ne sont réalisées que sur les marchés américains et européens, actions et obligations, qui représentent cependant une bonne partie des gammes d'ETF. Les emprunteurs sont bien entendu essentiellement des *hedge funds*, qui prennent ainsi des positions de vente à découvert sur des titres dont ils anticipent un recul de la valorisation. Pour le gérant d'ETF, le risque de contrepartie est faible car il repose non pas sur un *hedge fund* mais sur un *broker*, qui joue le rôle d'intermédiaire. Au final, le rendement net pour l'investisseur est le fruit de nombreux facteurs, dont les frais de gestion et les dividendes. Aussi, il n'est pas aisé de déterminer la méthode la plus à même d'offrir très exactement la performance de l'indice.