

# La prolifération des ETF : quels sont les pièges à éviter ?

A cause du développement spectaculaire de ces instruments financiers, un ETF « n'est pas toujours un ETF ». Comment séparer le bon grain de l'ivraie ?

**Séminaire Atlas** : un grand merci à toutes les personnes qui ont participé la semaine dernière à l'une des deux séances de démonstration de la méthode Atlas. Pour rappel, les inscriptions sont ouvertes **jusqu'au lundi 31 octobre**. [Le séminaire Atlas](#) aura lieu du 17 au 19 novembre à Paris.

Cette semaine dans le *Lab Hebdo*, nous accueillons à nouveau **Akimou Ossé** qui nous a déjà fait part de son expérience [le 30 juin dernier](#) en analysant la volatilité des marchés et [le 1er septembre](#) en traitant le concept fort de retour vers la moyenne.

Akimou est docteur en mathématiques et possède plus de quinze ans d'expérience dans l'analyse quantitative. Entre 2010 et 2014, il était responsable de la gestion du risque et des performances pour Syz Asset Management (16 milliards d'euros d'actifs sous gestion). Il est maintenant à la tête de QuantPlus, une société de conseil en finance, basée elle aussi en Suisse.

Aujourd'hui, Akimou nous révèle les dessous du marché des ETF, ces instruments financiers qui sont au cœur de [la stratégie Atlas](#).

Bonne lecture et à jeudi prochain,

**Sylvain Frochoux**  
avec l'équipe du *Lab Hebdo*  
Swiss Invest Lab SA  
[www.swissinvestlab.com](http://www.swissinvestlab.com)

## C'est quoi un ETF ?

La réponse habituelle est qu'il s'agit d'un fonds négociable en bourse qui réplique la performance d'un indice boursier. Le sigle ETF est l'abréviation anglaise pour « *Exchange Traded Fund* ».

L'ennui avec cette définition, c'est qu'elle ne correspond plus à tous les produits offerts aujourd'hui sous le nom d'ETF. Ainsi nous avons actuellement des « ETF » qui ne sont pas des fonds, des « ETF à levier » et même des « ETF actifs ». Pour tenir compte de cette évolution et surtout éviter toute confusion, je vais plutôt utiliser le terme plus générique d'ETP (« *Exchange Traded Product* » en anglais). Pour la suite, un ETP est un instrument financier qui réplique une stratégie d'investissement bien définie et qui est coté en continu et négociable en bourse comme des titres individuels.

## Un peu d'histoire et de statistiques

Le premier vrai ETP a été lancé le 22 janvier 1993 aux Etats-Unis par le gérant d'actifs State Street Global Advisors, avec un encours initial de 6,5 millions USD. Il s'agit d'un fonds de placement qui réplique l'indice S&P 500 et qui est coté sur la bourse AMEX. Ce produit est le SPDR S&P 500 ETF, plus connu sous le nom de Spider ou sous son mnémonique SPY. Il est actuellement le plus gros ETP du monde, avec un encours de 197,2 milliards USD à fin septembre 2016.

La croissance des ETP au niveau mondial a été fulgurante. D'après les statistiques compilées par le gérant d'actifs Blackrock, le nombre total d'ETP dans le monde est passé de 106 à 6 014 entre fin décembre 2000 et fin septembre 2016.

Sur la même période, l'encours total des ETP est passé de 79 milliards à 3 389 milliards USD. Fin septembre 2016, les ETP américains représentaient environ 71% du marché global, tandis que la part de l'Europe s'élevait à 17% environ. Selon les estimations de la Deutsche Bank, les encours des ETP représentent actuellement 17% de ceux des fonds de placement aux Etats-Unis et 3,4% en Europe.

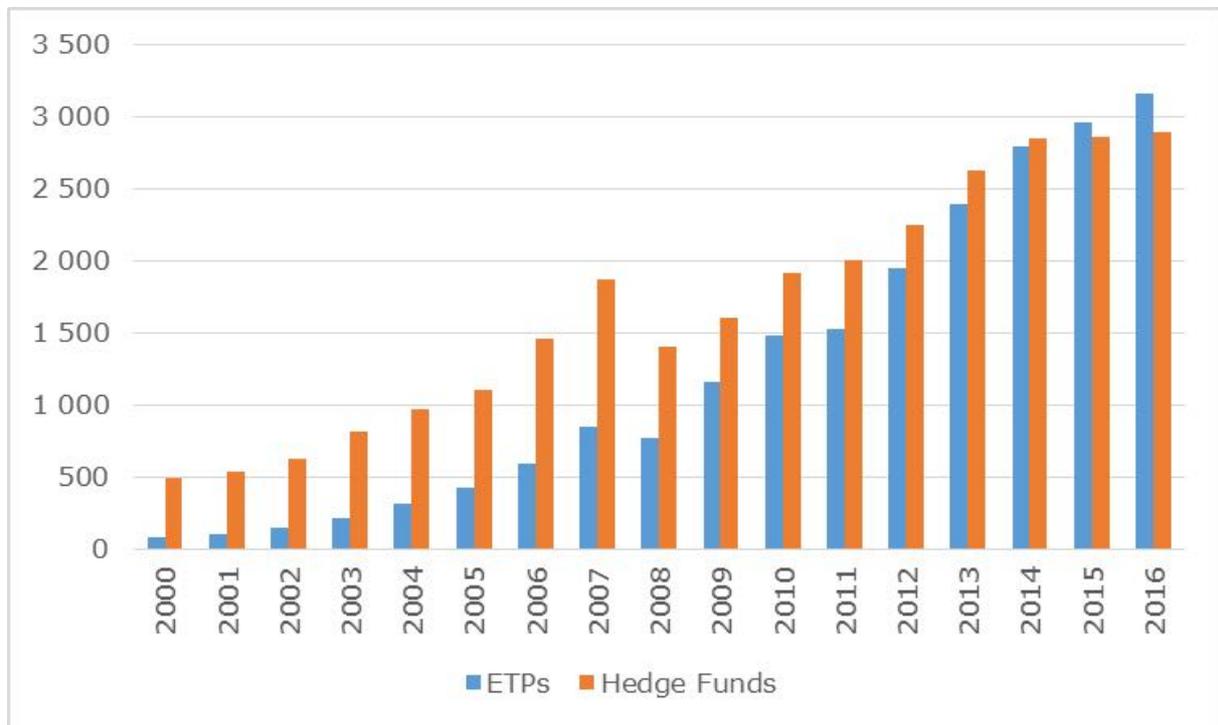
## Les ETP l'emportent sur les hedge funds

La figure 1 ci-dessous compare l'évolution de l'encours des ETP avec celle des *hedge funds*, entre fin décembre 2000 et fin juin 2016<sup>1</sup>. On constate que les ETP sont passés en tête depuis fin 2015, preuve supplémentaire de leur croissance fulgurante.

---

<sup>1</sup> Les hedge funds sont des véhicules d'investissement privés qui emploient des techniques de gestion sophistiquées. Ils sont traditionnellement réservés à des investisseurs fortunés ou avertis. En règle générale, l'investissement initial minimum est élevé (souvent à partir d'un million de dollars).

---



**Figure 1 : Comparaison des encours des ETP et des hedge funds**

Source : Blackrock, Hedge Fund Research

## Les avantages des ETP

La simplicité d'accès et les frais de gestion réduits sont incontestablement les principaux facteurs du développement exponentiel des ETP. Pouvoir traiter un panier de titres en bourse comme une simple action constitue un gros avantage sur le plan opérationnel. Si vous achetez par exemple le titre SPY mentionné plus haut, vous n'aurez qu'une ligne à gérer et à suivre au lieu des 500 actions qui composent l'indice S&P 500.

Quant aux frais de gestion des ETP, ils sont généralement nettement inférieurs à ceux d'autres types de véhicules de placement. Cela s'explique par le fait que la grande majorité des ETP appliquent des stratégies d'investissement passives, à savoir des stratégies qui ne nécessitent pas d'analyse financière.

Une autre raison de la popularité des ETP est qu'il est extrêmement difficile d'identifier des fonds capables de battre leur indice de référence de façon continue sur une longue période.

Ce constat est confirmé par de nombreuses études empiriques, dont la célèbre étude SPIVA publiée régulièrement depuis 2002 par la société Standard & Poors. Selon le dernier SPIVA publié en septembre 2016 pour le marché US, plus de 85% des gérants Actions US sous-performent leur benchmark sur un horizon de 10 ans ; et les résultats sont similaires pour les horizons de 12 mois et de 5 ans.

## Les inconvénients des ETP

A l'heure actuelle, le principal inconvénient découle du succès des ETP. La sélection est devenue difficile, car l'offre est pléthorique, les dénominations sont parfois peu claires et les instruments sont de plus en plus complexes.

Un deuxième inconvénient se rapporte au fait que les ETP peuvent s'acheter et se vendre à tout moment. Même si les frais de gestion sont très bas, un ETP peut s'avérer coûteux en frais de courtage si les achats/ventes sont trop fréquents.

En principe, les ETP sont cotés en continu et tout investisseur est censé pouvoir en acheter ou en vendre à tout moment. Mais il arrive parfois que les marchés s'affolent et qu'on ne soit plus en mesure de traiter quoi que ce soit ; les spécialistes parlent alors d'assèchement de la liquidité.

C'est ce qui s'est produit, par exemple, le lundi 24 août 2015 à l'ouverture de la Bourse de New York. Durant 45 minutes chaotiques, des centaines d'ETP n'ont pas pu coter et plusieurs ETP ont perdu jusqu'à 45% par rapport à la veille alors que les indices de marché et les actions individuelles n'avaient pas perdu plus de 10%.

Ce « flash crash » a été déclenché par le fait que les cours des actions sous-jacentes et des contrats *futures* n'étaient pas affichés. Face à cette situation, les teneurs de marché (*market makers*) ont cherché à se protéger en cotant des fourchettes de prix extrêmes, ce qui n'a fait qu'alimenter la spirale baissière.

## Une classification des ETP

Afin de mieux structurer l'univers des ETP, nous les subdivisons en cinq catégories comme suit :

**Catégorie 1** : ETP structurés comme des fonds de placement collectifs qui respectent la réglementation UCITS en Europe ou l'*Investment Act* de 1940

aux États-Unis, ou leur équivalent ailleurs<sup>2</sup>. Ce sont les ETP qui correspondent réellement à la dénomination ETF.

**Catégorie 2 :** ETP émis par un fonds spécialisé (« *Special Purpose Vehicle* » en anglais) et adossés à des actifs physiques (« *Physically Backed* » en anglais). Il s'agit d'ETP qui ne satisfont pas aux critères des fonds de placement, mais sont garantis par des actifs physiques (typiquement des métaux précieux ou des devises).

**Catégorie 3 :** ETP qui regroupe les titres de créances émis par une institution financière et négociés en bourse. Les détenteurs de ces ETP sont donc exposés au risque de crédit de l'émetteur. Ils correspondent aux produits structurés que nous connaissons tous en Europe.

**Catégorie 4 :** ETP avec effet de levier, même s'ils sont structurés comme fonds de placement.

**Catégorie 5 :** ETP qui ne relèvent d'aucune des 4 catégories précédentes.

La principale motivation de cette classification est de mettre en évidence la complexité de l'instrument, ainsi que le degré de protection de l'investisseur.

---

<sup>2</sup> La norme UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) est le cadre réglementaire pour les fonds de placement qui peuvent être vendus au public au sein de l'Union européenne. L'*Investment Act* de 1940 régit les fonds de placement ouverts au public aux États-Unis.

---

## Comment fonctionne un ETP ?

A l'exception de ceux de la catégorie 3, le fonctionnement type d'un ETP se déroule en deux temps : le marché primaire et le marché secondaire. Les principaux intervenants sont les investisseurs, la bourse, les participants autorisés, les *market makers* et le promoteur de l'ETP.

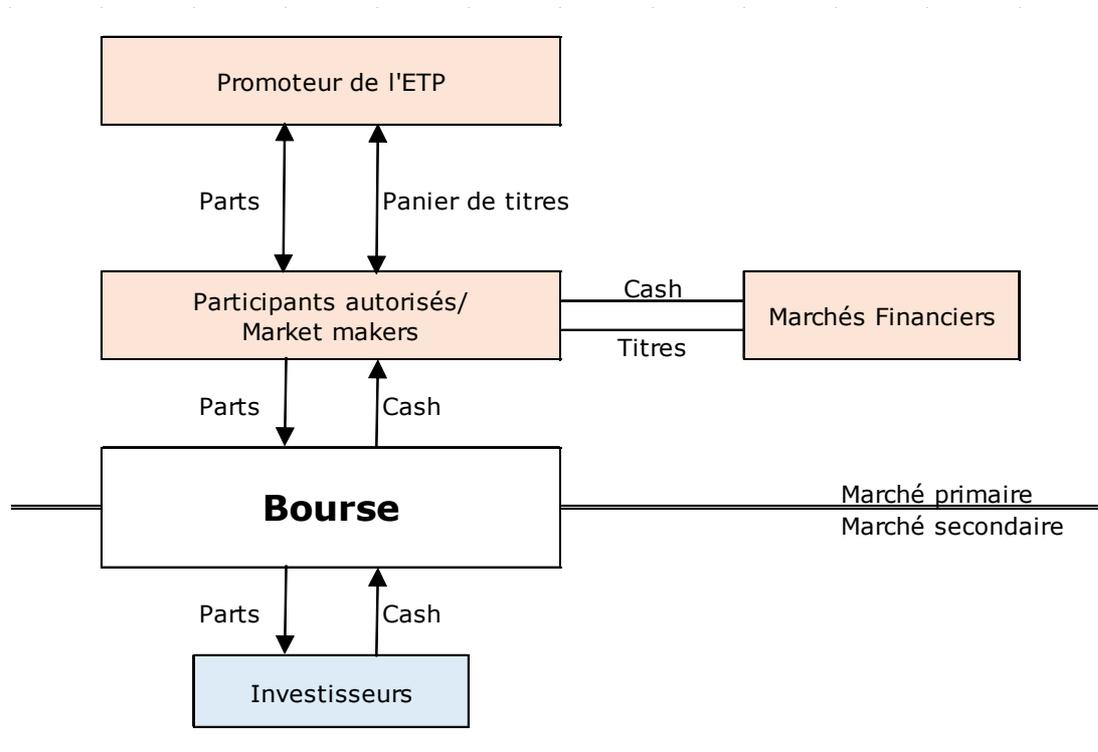
Sur le marché primaire, le promoteur de l'ETP crée de nouvelles parts et doit obligatoirement les livrer aux participants autorisés, contre un panier équivalent de titres (« *Creation Process* » en anglais).

Inversement, un participant autorisé peut livrer des parts au promoteur contre un panier de titres correspondant (« *Redemption Process* » en anglais)<sup>3</sup>. Le participant autorisé joue alors le rôle de grossiste sur le marché secondaire ; il peut conserver des parts ou les vendre en bourse aux investisseurs et aux *market makers*. Il joue aussi le rôle d'arbitragiste, dans le but d'éviter que le cours boursier de l'ETP ne s'écarte trop de sa valeur nette d'inventaire. Le schéma ci-dessous vous illustre ce fonctionnement.

---

<sup>3</sup> Les participants autorisés sont, en général, de grands organismes institutionnels, tels que les teneurs de marché (*market makers*) ou les spécialistes. Ils assument la responsabilité d'obtenir les actifs sous-jacents nécessaires à la création d'un ETF.

---



**Figure 2 : schéma de fonctionnement typique d'un ETP**

Source : QuantPlus

## Quels critères pour sélectionner un ETP ?

**Première étape** : on spécifie d'abord l'exposition désirée, en termes par exemple de classe d'actifs (petites capitalisations US, obligations internationales à haut rendement, obligations émergentes en devises locales, l'or) ou d'indice de marché.

**Deuxième étape :** on utilise un outil de *screening* (sélection) pour dresser la liste des ETP correspondant à la spécification de l'étape 1. Si la liste est trop longue, on peut la réduire en fixant une taille minimale ou un pays domiciliaire.

**Troisième étape :** on analyse chaque candidat sur la base des critères suivants :

- Adéquation du *benchmark* (indice de référence) du fonds par rapport à l'exposition désirée et sa diversification
- Le degré de protection de l'investisseur (en utilisant par exemple les catégories ci-dessus)
- La taxation de l'ETP, qui dépendra de la domiciliation de l'ETP et de celle de l'investisseur
- La stratégie d'investissement (réplication physique ou synthétique)<sup>4</sup>
- Le *Total Expense Ratio* (TER), qui est une mesure de la totalité des coûts associés à la gestion et à l'administration de l'ETP.

---

<sup>4</sup> Réplication physique : le gestionnaire de l'ETF achète simplement les actifs composant l'indice, que ce soit des actions ou des obligations.

Réplication synthétique : le gestionnaire de l'ETF passe un contrat de swap de performance avec une banque d'investissement qui délivre la performance de l'indice en échange d'une commission.

---

- La liquidité de l'ETP, mesurée par la fourchette des prix (« *bid-ask spread* » en anglais). Il faut plutôt éviter le volume quotidien moyen, parce qu'il n'est pas fiable pour les ETP, surtout en Europe.
- La solvabilité du dépositaire ou de l'émetteur de l'ETP.
- Le levier éventuel de l'ETP, vu que les ETP à levier ne sont pas du tout appropriés pour un horizon à moyen ou long terme.

## Une méthode de sélection précise

Au sein de [la société QuantPlus](#), nous avons mis au point une méthode permettant de structurer et d'automatiser les différentes étapes ci-dessus. L'idée consiste à disséquer non seulement les différents risques d'un ETP, mais aussi la complexité de celui-ci.

Le résultat final est une note de 1 à 5 pour le risque et une autre note de 1 à 5 pour la complexité. Plus la note obtenue est élevée, plus l'ETP est risqué ou complexe. Cette méthode permet également de déterminer l'adéquation d'un ETP au profil de risque d'un investisseur (test de « *suitability* »). Et si cela vous intéresse, elle permet également de calculer le taux d'avance (« *Loan-to-Value Ratio* » en anglais) pour le crédit lombard.

Comme vous l'aurez compris, derrière l'apparente simplicité des ETF, le diable se cache souvent dans les détails. Malgré leurs avantages indéniables, il est en effet primordial de peser les risques générés par ces produits. Vous

éviterez ainsi d'investir dans des instruments qui ne reflètent pas votre profil de risque. J'espère que ce document vous aura aidé dans ce sens.

Bonne fin de semaine à vous,

Akimou OSSE



**Dr. Akimou Ossé**  
Co-fondateur  
QuantPlus  
[www.quantplus.ch](http://www.quantplus.ch)

***Liens vers les derniers numéros parus :***

**Numéro 34** – 13 octobre 2016 :

**[Comment gagner 6 000 € en un an avec seulement 10 000 € investis](#)**

**Numéro 33** – 6 octobre 2016 :

**[Comment réagir aux records positifs ou négatifs sur un an ?](#)**

**Numéro 32** – 29 septembre 2016 :

**[Les marchés actions chutent de 20% ou plus : que faire ?](#)**

**Numéro 31** – 22 septembre 2016 :

**[Comment choisir vos actifs financiers \(et votre bouteille de vin\)](#)**

**Numéro 30** – 15 septembre 2016 :

**[Un gain de 1 099% par an, est-ce vraiment crédible ?](#)**

[...]

**Numéro 2** – 28 janvier 2016 :

**[Comment miser sur les titres négligés et gagner 23% par an](#)**

**+ [La version complète en bonus](#)**

**Numéro 1** – 21 janvier 2016 :

**[Une lecture scientifique du gourou et de la manipulation](#)**

**Retrouvez l'ensemble de nos éditions sur notre site :  
[www.swissinvestlab.com/anciens-numeros-du-lab-heβδο](http://www.swissinvestlab.com/anciens-numeros-du-lab-heβδο)**

## Les objectifs du *Lab Hebdo*

Le *Lab Hebdo* est une lettre exclusive, **distribuée chaque jeudi aux membres de la communauté Swiss Invest Lab**. Elle est 100% gratuite.

Le principal objectif du *Lab Hebdo* est de rendre la recherche scientifique accessible aux investisseurs privés. Les thématiques abordées varieront fortement d'une édition à l'autre, ainsi que le format et les signatures.

Le seul lien qui réunira toutes ces éditions est la volonté farouche, de la part de toute notre équipe, de **vous offrir une approche scientifique et objective de l'investissement**. Une approche qui fait fi des soubresauts de court terme pour privilégier la réflexion de fond.

Ne vous attendez donc pas à ce que l'on vous prédise le niveau du CAC 40 ou de l'onçe d'or dans trois mois ou six ans. Vous ne nous verrez jamais faire de prédictions. Les marchés sont des animaux volatils et imprévisibles.

Malgré cela, le prix des actions, ou de tout autre actif coté, ne sera jamais totalement efficient. En étudiant le comportement de ces actifs, il est possible de détecter des écarts de prix, des imperfections et des possibilités d'arbitrage sur les marchés.

Et d'augmenter ainsi vos probabilités de succès sur la durée. **En toute transparence.**

Mais même avec les meilleures stratégies en place, l'investisseur devra constamment faire face à ses émotions, à son impatience. Pour réussir, il doit donc aussi apprendre à connaître ses impulsions, ses motivations et ses faiblesses. Puis réagir en toute connaissance de cause. Sa réussite ne serait sinon que le résultat du facteur chance.

C'est dans cet esprit que le *Lab Hebdo* se déclinera de semaine en semaine. Vous y découvrirez tant des stratégies concrètes d'investissement que des sujets relevant de la finance comportementale, **afin de vous aider à mieux maîtriser vos émotions.**

Le fil conducteur restera néanmoins toujours le même : celui de la vulgarisation scientifique. Celui de la transmission du savoir, **sans jargon inutile.**

C'est cette recherche de transfert, du scientifique à l'investisseur privé, qui nous motive depuis 2008 et le lancement de nos premiers services. Plus que jamais, le *Lab Hebdo* répond à ce besoin.

Si vous partagez nos valeurs, et quelles que soient vos connaissances en finance, vous aurez plaisir à nous lire chaque jeudi. C'est tout au moins ce que nous espérons.

### **Sylvain Frochaux**

Fondateur et directeur de la recherche  
Swiss Invest Lab SA

Contact : [labheβδο@swissinvestlab.com](mailto:labheβδο@swissinvestlab.com)

***N'hésitez pas à diffuser ce numéro par e-mail, Twitter, LinkedIn  
et autres réseaux sociaux... mais ne modifiez en aucun cas le contenu.  
Merci !***



copyright © Swiss Invest Lab SA

Tous droits réservés

contact : [labheβδο@swissinvestlab.com](mailto:labheβδο@swissinvestlab.com)

inscription : [www.labheβδο.com](http://www.labheβδο.com)

**Swiss Invest Lab SA**  
Chemin de la Lisière 9  
CH - 1018 Lausanne  
Suisse

Découvrez nos différents services sur notre site [www.swissinvestlab.com](http://www.swissinvestlab.com) :



Avant d'investir, prenez le temps de lire [notre avertissement](#) et [nos mentions légales](#) sur notre site.