

La présente synthèse a été inspirée par la table ronde de l'**Observatoire EPS** de l'Épargne d'Entreprise qui s'est tenue le 27 mars 2018. Nous remercions tout particulièrement pour leurs contributions :

- **Bernard Descreux**, Direction Financement & Investissements Division Gestion d'Actifs, EDF
- **Guy Parent**, Responsable du développement France, Vanguard
- **Frédéric Leroux**, Responsable de l'équipe cross-assets, Carmignac
- **Christophe Besson**, Directeur Gestion Actions, CM-CIC AMP

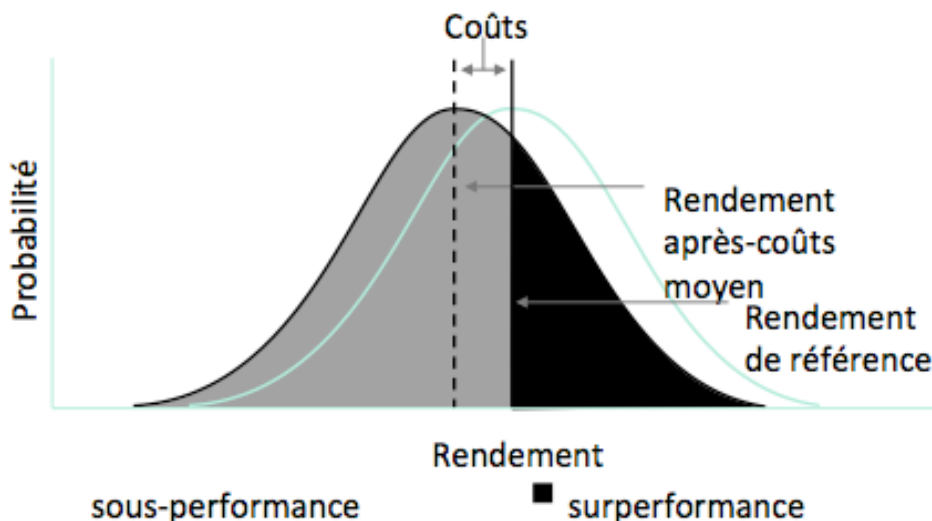
EN RESUME...

- La croissance de la gestion passive au cours des dernières décennies pose débat et remet en cause la suprématie de la gestion active. Si les points de vue de chacun des tenants actifs ou passifs peuvent être tranchés, l'expérience semble montrer que les épargnants adoptent souvent des approches pragmatiques consistant à combiner opportunément ces deux types de gestion.
- Si les détracteurs la soupçonnent de créer de nouveaux risques, **rien ne permet de prouver que le développement de la gestion passive crée inéluctablement des bulles aux conséquences systémiques**. Si la généralisation de l'approche passive induisait des inefficiences de marché, cela constituerait autant d'opportunités pour les gérants actifs pour générer de la surperformance.
- **La concentration de la gestion passive autour de quelques acteurs gigantesques pose cependant question (problème de co-détention de sociétés « réputées » concurrentes)**. Reconnaissons cependant que jusqu'à présent, cette croissance des encours passifs a favorisé les économies d'échelle et bénéficié aux épargnants sur forme de baisse des frais de gestion
- Pour autant, **la gestion passive n'apporte pas toujours toutes les réponses** :
 - Notamment pour des épargnants salariés séduits par des stratégies patrimoniales, flexibles dans une optique de moyen terme
 - Lorsque l'épargnant souhaite exclure certains secteurs, titres pour des raisons éthiques ou réglementaires
 - Attention également aux gestions passives basées sur des indices obligataires qui sur-pondèrent les emprunteurs les plus endettés
 - Enfin, si l'ISR est possible en gestion passive, de même que l'activisme actionnarial, sa mise en œuvre conviendra-t-elle aux plus épargnants les plus exigeants ?
- Il existe d'excellents gérants actifs mais leurs chances de succès varient selon les classes d'actifs (ex. émergents vs US) et fluctuent dans le temps.
- **Gérant actif ou passif, c'est donc à choix à opérer en fonction de la classe d'actifs considérée, de la conviction de nos capacités à choisir les bons gérants, et du niveau des frais de gestion qui demeurent la seule certitude.**

GESTION ACTIVE, GESTION PASSIVE. QUELQUES RAPPELS...

La gestion passive...

- Consiste à gérer des actifs en suivant des consignes d'investissement données par un tiers consistant par exemple à investir dans un univers d'investissement donné (ex. un indice représentant un univers d'actions données).
- Cette gestion peut s'effectuer à travers différents supports : fonds indiciels ou ETF (Exchange Traded Funds). Le principe : obtenir la moyenne du rendement du marché en proposant des frais de gestion et de transaction minimisés, considérant que par définition la capacité à sur ou sous-performer le marché est un jeu à somme nulle. Le gérant passif profite gratuitement de la valorisation d'une entreprise par son cours de bourse¹, issue de la confrontation des analyses de nombreux spécialistes. Dans un univers où les rendements sont faibles et l'exigence de transparence sur les frais élevés, la gestion passive trouve un écho particulier.



Source: The Vanguard Group Inc.

La gestion active...

- est une gestion pour laquelle le gérant prend toutes ses responsabilités de gérant alors que les gestions passives spécialisées tendent à abandonner à l'investisseur final la décision de gestion. Elle peut aider l'investisseur à maintenir un cap pour ses investissements lorsque les variations de court terme viennent perturber les marchés et potentiellement sa confiance dans ses choix d'allocation réalisés. Le gérant actif replace ses choix et son interprétation du marché dans le cadre défini ce qui donne un fil conducteur et permet à l'investisseur de s'inscrire dans la durée.
- La gestion active nécessite une expertise multidisciplinaire afin de générer de la performance à long terme. L'analyse macroéconomique est clé pour l'orientation stratégique d'un fonds. Le scénario détermine les thèmes d'investissement à long terme et l'allocation parmi les différentes classes d'actifs. Ensuite, l'analyse technique vise à gérer les couvertures et enfin la sélection de valeurs vise à générer de l'alpha.
- Plus la gestion active est flexible et moins l'investisseur est « livré à lui-même » pour choisir seul les risques de marché (classe d'actifs, devises, secteurs...)

¹ On notera qu'à cet égard la gestion a besoin de profiter du travail d'analyse réalisé par les gérants actifs et non l'inverse.

LE DEVELOPPEMENT DE LA GESTION PASSIVE FAIT-IL COURIR DES RISQUES NOUVEAUX ?

Si les gérants actifs disparaissent, qui portera une analyse critique sur la valorisation des titres ? Le marché deviendra-t-il moins efficient ?

- 100% du marché ne saurait être tout indiciel. Mais où est la limite ? Sur le marché américain, la gestion passive représente plus de 30% des encours sans mettre en péril (loin s'en faut) l'efficacité du marché. De plus, les intervenants sur les marchés sont nombreux, (arbitragistes, gérants...). Toute inefficacité, opportunité d'arbitrage est vite exploitée. Les marchés financiers sont mondiaux, avec beaucoup plus d'acteurs qu'autrefois et beaucoup moins investisseur inexpérimentés ou irrationnels.

Dès lors que les gérants passifs investissent dans les titres sans se préoccuper du prix, de la valeur et du risque, la valeur des actifs risque-t-elle de s'écarter des fondamentaux avec à la clé une mauvaise allocation du capital au niveau macro-économique ?

- La gestion passive peut accompagner la formation de bulles lorsque par exemple une dynamique haussière draine des capitaux à investir « sans discernement », notamment lorsque l'offre est bâtie autour d'indices pondérés par les capitalisations boursières.
- Aujourd'hui, la progression de la gestion passive fait que le flux entrant sur passif et le sortant sur actif favorise les performances de la gestion passive au détriment de la gestion active. Ceci nourrit la distorsion potentielle par rapport aux fondamentaux. D'où le fait par exemple que certains investisseurs s'intéressent à des investissements plus « mid-caps » que « large caps », moins surévalués car moins présents dans les indices.
- Le risque de bulle peut exister s'il est concentré sur certaines valeurs. On a cependant vu dans les années 2000 des gestions actives se précipiter sur les valeurs technologiques sans la prise de recul nécessaire.
- N'oublions pas non plus que les gérants passifs n'interviennent pas sur le prix relatif d'une société. S'il y a divergence avec les fondamentaux, c'est que des gérants actifs n'auraient pas bien valorisé une action et n'en auraient pas profité. Le portefeuille d'un fonds indiciel ou d'un ETF se déforme comme l'indice, sans achat vente. De même, les flux vers le passif « diversifié » achètent tout le marché dans les proportions disponibles et donc c'est l'ensemble du marché qui monte (ou baisse).
- Enfin, rappelons que l'écart aux fondamentaux est la première source d'oxygène des gérants actifs... les variations de court terme peuvent cependant décourager des acteurs actifs qui ne seraient pas prêts à s'inscrire dans la durée.

Les 3 principaux gérants passifs concentrent à eux seuls près de 70% du marché. Ils se trouvent ainsi co-détenteurs de sociétés concurrentes. Cette situation risque-t-elle de réduire l'intensité concurrentielle au détriment des consommateurs et du progrès économique ?

Il est difficile d'étayer ce point faute de recul suffisant. Néanmoins, la concentration du capital autour d'un nombre très restreint d'actionnaires couplée avec une tendance structurelle aux opérations de méga-fusion porte une ombre sur l'évolution de l'intensité concurrentielle dans les économies ouverte et constitue sans doute un point de vigilance.

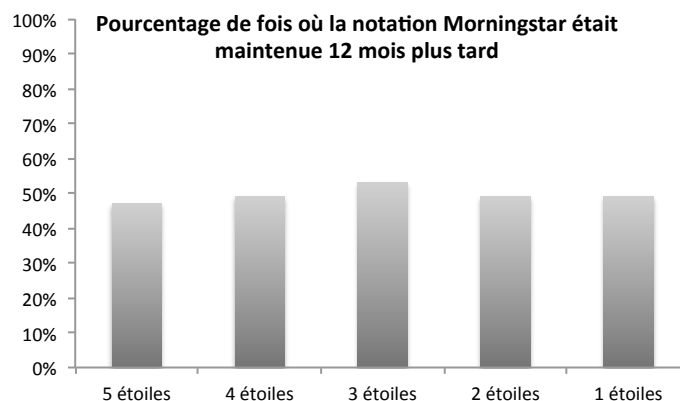
- A l'échelle des épargnants toutefois, Les gestions passives sont aujourd'hui très peu chères et compétitives. Les économies d'échelles permettent de baisser les frais de gestion et tirent par contagion les frais des gérants actifs vers le bas. Le tout au bénéfice des investisseurs finaux.

La gestion passive fait-elle courir d'autres risques spécifiques ?

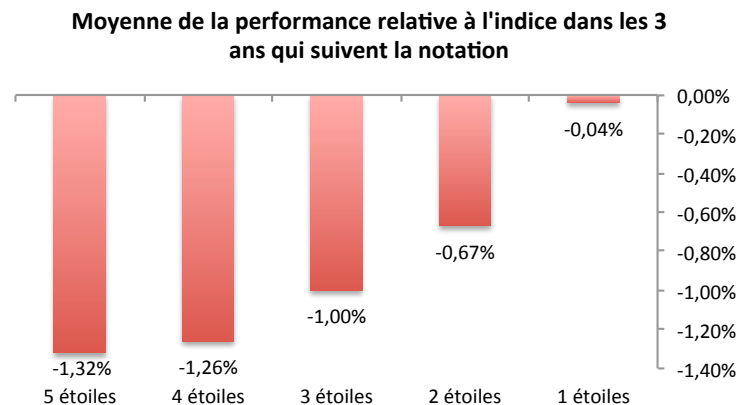
- **Les risques opérationnels sont proches.** La gestion passive supporte le risque de marché. La gestion active supporte le risque de marché plus le risque de gestion active lié au choix du gérant ... qui peut s'additionner ou se retrancher.
- la gestion active repose sur une équipe de gestion, une bonne compréhension du marché et de son processus d'investissement. **Le risque de choisir une gestion active est d'avoir raison ou tort tout seul.**
- La gestion indicielle peut faire courir deux risques :
 - pondérer les valeurs les plus chères et sur la gestion indicielle obligataire sur-pondérer les émetteurs les moins solides
 - détenir des titres présents dans certains indices alors même que leur détention est proscrite par certains traités ou certaines réglementations.

La gestion passive coûte-t-elle vraiment moins chère que la gestion active ?

- On pourrait répondre à cette question par une autre question. A long-terme est-il possible de faire mieux que le marché ? Les exemples existent, mais il n'y a pas de certitude a priori. Des opportunités de marché bien que rapidement arbitrées subsistent également. **La gestion active peut produire de meilleurs rendements nets de frais dès lors que les qualités du gérant sont persistantes, que l'univers recèle des opportunités (inefficiences), que le gérant dispose de suffisamment de temps et que les frais sont raisonnables. On observe une corrélation forte entre sous-performance des fonds et frais de gestion élevés.** Cela suppose en outre de pouvoir identifier et suivre ces gérants ce qui n'est pas aisé. Une étude de Vanguard de juin 2010 intitulée « Mutual fund ratings and future performance 1992-2009 » et basée sur les notations Morningstar montrait qu'à peine 50% des fonds maintenaient leur notation douze mois plus tard.



- Plus impressionnant encore, les performances relatives des fonds dans les trois années qui suivaient étaient inversement corrélées à leurs notations



- En fonction des classes d'actifs un mixte gestion passive pour les classes d'actifs les plus efficaces et gestion actifs pour les univers moins efficaces peut être intéressant.
- La gestion passive coûte moins cher mais il faut veiller à son impact sur les volumes et le risque de création de barrières à l'entrée dans l'industrie de la gestion d'actifs.
- Traditionnellement, les phases de surperformance des valeurs moyennes ou des indices equi-pondérés sont favorables à la gestion active. De même des phases de marché sans grande tendance ou les périodes d'excès de liquidité et de bulles font la part belle à la gestion passive. Les périodes de retour aux fondamentaux peuvent être plus propices à la gestion active de même que les périodes de forte tension ou de crises dans lesquelles les gérants actifs disposent de marges de manœuvre et peuvent théoriquement prendre leurs distances par rapport aux réactions épidermiques des marchés.

QUEL TYPE DE GESTION PRIVILEGIER EN ENTREPRISE ?

Quelle utilisation en entreprise ?

- Chez EDF, le recours à la gestion passive a été initialement faible. Puis, il a augmenté. Au vu du résultat quelques retours en arrière vers la gestion active ont été entamés sur certains marchés (marchés émergents, petites et moyennes capitalisations boursières). **Le type de gestion active ou passive dépend beaucoup des classes d'actifs et des zones considérées.**
- **La gestion passive permet de se passer d'explication par support d'investissement pour se concentrer sur la stratégie globale.** Cette discussion globale reprend les termes indispensables d'analyse de risque qui a peut-être été négligée par certains. Ce n'est qu'une étape qu'il faut compléter par une approche plus pointue. Les gestions actives peuvent reprendre la démarche des gérants passifs qui ont ciblé efficacement des insuffisances.
- **La gestion passive peut-être facilement utilisée en cœur de portefeuille à travers des FCPE qui investiront dans des fonds indiciels ou des ETF.**
- La généralisation de solutions de robo-advisory, concept basé sur des frais faibles, la simplicité et une personnalisation de l'approche dans un système automatisé pourrait aussi recourir à des solutions de gestion passive dès lors que la capacité à sélectionner les « bons » gérants relève habituellement de compétences « humaines ».
- **Pour l'épargnant lambda, investir dans des classes d'actifs, zones géographiques ou secteurs pertinents au meilleur moment s'avère parfois difficile surtout si l'on recherche des solutions de diversification d'épargne à long terme.** La gestion active d'allocation constitue une solution. La gestion passive fonctionne surtout pour des investissements de fonds de portefeuille en revanche, elle est peu adaptée par nature à une gestion flexible.

Peut-on faire de l'investissement socialement responsable en gestion passive ?

- Oui, il existe des indices ISR standards qui permette d'obtenir une gestion passive ISR. De même, on peut être gérant passif mais actionnaire actif en votant aux AG et en s'impliquant dans les orientations stratégiques, financières mais aussi sociales de l'entreprise.
- Certains détracteurs de la gestion passive argueront qu'une gestion socialement responsable mérite un engagement clair du gérant avec des motivations qui ne visent pas qu'à constater mais aussi à infléchir et influencer. De même, le dialogue avec les valeurs du client est indispensable pour définir des investissements cohérents. Ce travail sur-mesure est difficilement concevable avec une gestion passive qui a vocation à être une gestion de masse.

Le Conseil de Surveillance a-t-il toujours un sens en cas de gestion passive ?

- Oui, car même en gestion passive les choses ne sont souvent pas si simples. Par exemple, il ne faut pas oublier que les ETF peuvent traiter de manière très éloignée de leur valeur théorique (en cas de crise de liquidité lorsque les arbitrages ne peuvent plus avoir lieu). Dans ce cas, il faut veiller à pouvoir être remboursé en titres et donc privilégier les ETF qui le permette c'est à dire ceux en réplique physique. Les fonds indiciels ne se valent pas tous, les ETF sont plus ou moins liquides et peuvent afficher des décotes et surcotes significatives qui ne sont pas sans risque pour l'épargnant. Il en va de même de l'utilisation de repo afin d'optimiser les rendements. Les Conseils de Surveillance ont donc bien un rôle à jouer pour sélectionner des solutions robustes dans un univers où l'offre de gestion et les pratiques évoluent rapidement.

Existe-t-il une troisième voie ?

- Les performances relatives de la 'gestion active' ne sont pas identiques d'une classe d'actifs à une autre. En moyenne les investisseurs obtiennent le rendement du marché moins les coûts. La dispersion des rendements est différente selon les modes de gestion et les classes d'actifs.
- La gestion passive a apporté de manière évidente une optimisation de l'ensemble des coûts de traitement de la chaîne de production de la gestion et une présentation professionnalisée des résultats. La gestion active reposait en moyenne sur la qualité des décisions de gestion, avec une qualité artisanale. il y a clairement une évolution à réaliser, surtout en Europe
- Enfin, l'innovation financière met de plus en plus en avant l'analyse par « facteurs de risque », telles les stratégies de 'smart beta' qui permettent par exemple de privilégier les titres décotés (value), ou de croissance, ou d'équi-pondérer les titres en portefeuilles de manière systématique. Ces solutions au carrefour de la gestion active et passive permettent de palier à certains risques déjà évoqués (phénomènes de bulle lié à la concentration des investissements sur les titres qui représentent déjà les poids les plus importants indépendamment de leurs qualités intrinsèques) tout en ouvrant des perspectives intéressantes aux épargnants.