

**Discours de Robert Ophèle,
Président de l’Autorité des marchés financiers
Université d’été de l’Asset Management par Conviction AM, Morningstar et
House of Finance - Université Paris-Dauphine
« Gestion active, gestion passive, où en est-on ? »
Jeudi 30 août 2018**

J’ai choisi le thème de la gestion passive pour clôturer votre Université car il me semble soulever plusieurs questions dont l’actualité est loin d’être épuisée pour l’industrie de la gestion d’actifs, ses clients et ses régulateurs. Les annonces intervenues aux Etats-Unis cet été sur la commercialisation de produits de gestion passive à frais minimaux ou même sans frais comme le propose désormais Fidelity pour certains fonds indiciels illustrent, s’il le fallait, le caractère très sensible de ces problématiques. Je voudrais ce soir les évoquer sous deux angles différents qui, tous deux, font l’objet d’une grande attention de la part de l’AMF tant au niveau national qu’à celui des travaux internationaux auxquels elle participe¹.

- Le premier angle est celui du marché et de l’industrie de la gestion d’actifs. Il consiste à examiner dans quelle mesure le développement de la gestion passive affecte les mécanismes de formation des prix et s’il enlève de la pertinence aux marchés. Il conduit à examiner le cas particulier des ETF qui est le vecteur de la gestion passive le plus dynamique et dont les caractéristiques spécifiques méritent une attention particulière. Il conduit également à s’interroger sur les évolutions structurelles de l’industrie qu’implique la montée en puissance de la gestion passive.
- Le second angle est celui de la protection des investisseurs. Certains fonds se présentent comme pratiquant une gestion active et justifient ainsi des frais significatifs alors même qu’ils se contentent de répliquer un indice de référence. La problématique des fonds pseudo-actifs est complexe ; quelle est l’approche du superviseur ? Dans un registre voisin, j’évoquerai les problématiques ouvertes par la réglementation PRIIPs et son application prochaine à l’univers des fonds ; la manière dont cette réglementation aborde la question du caractère actif ou non des fonds est-elle pertinente ?

¹ Voir par exemple la présentation au Conseil scientifique de l’AMF de Thierry Roncalli en avril 2018 : <http://thierry-roncalli.com/download/Slides-AMF-Roncalli-June-2018.pdf>

On connaît l'essor spectaculaire de la gestion passive² ; celui-ci est très documenté aux Etats-Unis et moins en Europe, sans doute parce que cette évolution est moins avancée en Europe qu'aux Etats-Unis, mais, comme souvent il nous faut être très attentifs aux évolutions aux Etats-Unis qui peuvent annoncer des évolutions similaires en Europe.

S'agissant des actions, il y a eu un arbitrage massif et continu des fonds à gestion active vers les fonds à gestion passive aux Etats-Unis. On a ainsi enregistré, selon Morningstar, environ 1,3 trillion de dollars de flux négatifs sur la gestion active et un montant à peu près équivalent de flux positifs sur la gestion passive au cours des 12 dernières années pour les actions américaines. Pour ces dernières, les flux auraient été négatifs de 180 milliards sur un an à fin juillet sur la gestion active, mais avec un flux positif de 170 milliards sur la gestion passive. Cela porterait la part des actifs gérés par ces fonds passifs à 47 % du total des fonds US Equity gérés par des fonds et environ 15 % du total de la capitalisation boursière des actions US. Les chiffres sont moins spectaculaires pour les produits de taux ou les matières premières mais ils restent significatifs.

En Europe, l'essor est beaucoup plus lent avec, au sein de la gestion des actions européennes par des fonds, 30 % relevant d'une gestion passive représentant moins de 4 % de la capitalisation boursière. Mais tout laisse à penser qu'une évolution similaire à celle observée aux Etats-Unis est désormais en cours en Europe : désinvestissements dans la gestion active et investissements dans la gestion passive. La progression rapide des ETF en Europe avec une valorisation qui est désormais de l'ordre de 650 milliards d'euros, dont 70 % correspondent à des ETF sur actions, en est une manifestation. On peut également penser que l'interdiction des rétrocessions introduite par MIFID2 dans la gestion sous mandat alimentera cette évolution.

Les facteurs expliquant la croissance de la gestion passive sont bien connus. Au-delà des avantages propres à la cotation et à la négociation en bourse des ETF, ce sont les performances souvent décevantes de la gestion active, nette des frais, qui renforcent l'attractivité de la gestion passive. Plus précisément, d'après les calculs de S&P (SPIVA Scorecard utilisant notamment les données de Lipper-Reuters), 63 % des fonds benchmarkés sur le S&P 500 US ont eu, en 2017, une performance nette de frais inférieure à leur indice de référence (cette proportion passant à 84 % sur 5 ans). Les résultats sont moins défavorables en Europe, mais restent décevants pour la gestion active : 47 % font moins bien que le S&P 350 sur un an (73 % sur cinq ans). Ces

² Voir dans la Revue de Stabilité Financière de la Banque de France d'avril 2018 la contribution de Laurence D. Fink et Barbara G. Novick : Tendances dans la gestion d'actifs au niveau mondial : l'expansion de l'investissement indiciel

https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/revue_stabilite_financiere_22.pdf

performances relatives sont naturellement une incitation à recourir aux ETF ou à des fonds indexés à faibles frais.

Le développement de la gestion passive semble, cependant, n'avoir eu jusqu'ici que des incidences limitées sur le fonctionnement du marché³. A l'évidence, cela a renforcé la corrélation observée entre le cours des titres composant un indice et cet indice et l'essor des ETF⁴ a probablement contribué à accroître la volatilité intrajournalière mais, compte tenu des emprises réduites, on ne peut considérer que la gestion passive ait détérioré le mécanisme de formation des prix sur les valeurs individuelles. La détermination du niveau minimal de gestion active qui assure une formation pertinente des prix est complexe, un papier relativement ancien de Bhattacharya et Galpin (2005)⁵ avait mis en évidence un niveau de 11 % des transactions pour le marché actions américains pour le « stock picking » qui n'est cependant qu'un sous-ensemble de la gestion active : je ne suis pas certain qu'on en soit très loin sur certains segments.

J'observe également un mécanisme pervers qui peut s'enclencher entre une réduction de la recherche sur les émetteurs et le développement de la gestion passive, mécanisme qui peut être alimenté par d'autres facteurs – je pense notamment aux effets de MIFID2 sur la recherche. A l'inverse, de façon plus positive, le développement de la gestion passive conduit certains asset managers à accorder une importance plus forte aux questions de gouvernance des sociétés faisant partie de l'indice retenu (puisque je vais conserver les titres tant qu'ils seront dans l'indice, autant que la société soit bien gérée).

Le développement de la gestion passive pose, par ailleurs, de nouvelles questions. Par exemple, qui est le gérant effectif : le gestionnaire du fonds ou le fournisseur d'indices ? Au niveau de l'industrie de la gestion d'actifs, cet essor se traduit inexorablement par une réduction du nombre des gérants et des analystes ainsi que par une concentration des actifs sur les très grands acteurs de taille mondiale, seuls à même de proposer des produits indexés à très faibles commissions. Cela ne signifie pas, au contraire la disparition des sociétés entrepreneuriales ou des gestionnaires de niches spécialistes de l'alpha, mais cela pose à l'évidence une question presque existentielle pour les gestionnaires de taille moyenne.

³ Voir Grant Turner et Vladyslav Sushko BIS (2018) : The implications of passive investing for securities markets https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803j.htm

⁴ Une étude de l'AMF de février 2017 sur le marché des ETFs français a ainsi conclu que malgré son essor ces produits n'étaient pas de nature, à ce stade, à poser de risques pour le fonctionnement des marchés

<https://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F847e6790-f0e3-4585-b426-3865e2b633a4>

⁵ Bhattacharya, U., and Galpin, N. (2005), Is Stock Picking Declining Around the World? <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=B62E28FA375A9B64B79214804A4B9BC3?doi=10.1.1.144.9256&rep=rep1&type=pdf>

Par ailleurs, la frontière entre la gestion active et la gestion passive, au-delà de la déclaration des gérants, reste incertaine. La montée en puissance de la gestion passive a ainsi suscité un débat nourri sur la légitimité des frais prélevés dans le cadre de la gestion active et ce d'autant plus que certains fonds qui s'affichent comme étant actifs pourraient ne pas l'être et prélèveraient ainsi des commissions indues. Dans le même temps, la réglementation est devenue plus exigeante sur la transparence des frais et l'AMF, comme d'autres superviseurs, porte une attention particulière à la problématique des frais⁶.

C'est dans ce contexte que Better Finance alerte depuis 2014 les autorités de supervision sur le cas de fonds « pseudo-actifs » qui justifieraient auprès de leurs investisseurs de commissions élevées en raison du caractère actif de leur gestion alors même que cette gestion serait purement passive. En début d'année, suite aux interventions de la Financial Conduct Authority (FCA), 64 fonds « pseudo-actifs », des « closet tracker funds », ont d'ailleurs décidé d'indemniser leurs investisseurs au titre de commissions illégitimes – 34 millions £ ont ainsi été reversés.

Par rapport au superviseur britannique, l'approche des autres superviseurs européens peut apparaître bien frileuse. Ce n'est pas le cas pour l'AMF, elle est simplement moins visible. L'AMF a publié, début juillet⁷, une contribution à ce débat ; je la mentionne d'autant plus volontiers ici que Serge Darolles nous a été d'une aide précieuse dans cette réflexion.

Les conclusions de notre étude sont assez prudentes ; aucune méthode statistique ou économétrique ne permet de détecter de façon certaine le caractère passif d'un fonds qui se déclare comme pratiquant la gestion active ; quel indicateur retenir ? avec quelle fréquence et sur quelle durée d'observation ? La méthode souvent pratiquée de l'« active share » est séduisante mais ne peut être appliquée qu'à un périmètre réduit de fonds lorsque l'étude est menée sur des fonds européens. Il n'existe en effet en Europe aucune obligation réglementaire de transparence vis-à-vis du marché quant à la composition du portefeuille des fonds. En fait, nous pensons que le superviseur doit d'abord identifier via une batterie de méthodes des fonds potentiellement pseudo-actifs, puis vérifier par un dialogue avec leurs gestionnaires et des contrôles sur place le mode effectif de gestion. Dans cette démarche, le souci est celui de la bonne information de l'investisseur : il faut vendre un fonds pour ce qu'il est et le niveau des frais relève de la liberté contractuelle mais cela doit se faire en toute transparence et dans l'intérêt du client. Nous sommes déterminés à poursuivre notre action dans ce domaine.

⁶ Voir par exemple l'étude sur les frais publiée par l'AMF en février 2018

⁷ <https://amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F07e69596-6cde-448c-bd78-503210e61489>

La bonne information des investisseurs nécessite également que, comme l'exige clairement la réglementation européenne, lorsque le fonds a une politique d'investissement qui se réfère à « une valeur de référence » - un benchmark -, la performance passée du fonds figurant dans le DICI soit accompagnée de la performance passée de cette valeur de référence. Cela vaut naturellement pour les fonds indiciels et permet d'illustrer la tracking error, mais cela vaut également pour les fonds en gestion active. Cette exigence est respectée en France, j'observe que ce n'est pas systématiquement le cas dans d'autres pays européens pour des fonds qui bénéficient cependant du passeport.

Puisque j'évoque le DICI, je voudrais conclure en mentionnant mon extrême réserve sur la perspective d'avoir à imposer aux OPCVM l'établissement d'un KID PRIIPS à compter du 1^{er} janvier 2020, en lieu et place ou en plus du DICI/KIID actuel. La décision doit être prise par la Commission d'ici la fin de l'année. Or il y a là un risque de grande perturbation des investisseurs comme de l'industrie de la gestion d'actifs. La mise en œuvre de la réglementation PRIIPS a été reportée d'un an et sa revue ne saurait être conduite sans un minimum de recul. Elle ne pourra donc pas être faite d'ici la fin de l'année, alors même que certaines insuffisances sont apparues clairement. A bien des égards, le KID PRIIPS apparaît moins pertinent pour un OPCVM que le DICI/KIID actuel, substituer le premier au second serait donc un recul et superposer les deux reviendrait à fournir des informations difficiles à assimiler par l'investisseur de détail. Pensons par exemple à l'échelle de risques qui diffère grandement entre les deux documents. La sagesse voudrait donc qu'on reporte l'extension aux OPCVM du KID PRIIPS à l'examen des résultats de la revue de PRIIPS. C'est cette position que j'entends défendre auprès des autorités européennes.

Je vous remercie de votre écoute.